

26. 국민연금기금

1. 기금개요

설치근거	국민연금법 제101조		
설치년도	1988년	운용개시년도	1988년
주무부처	보건복지부	기금관리주체	보건복지부
관리방식	위탁관리	위탁관리기관	국민연금공단

2. 기금현황

(단위 : 백만원)

구분	연중 운용평잔	자산별 비중 ^{주1)}	투자플 위탁평잔	투자플 비중 ^{주2)}
단기자산	3,054,366	0.4%	-	-
현금성자금	3,054,366	0.4%	-	-
유동성자금	-	-	-	-
중장기자산	739,184,793	99.6%	-	-
전체자산 합계 ^{주3)}	742,239,159	100.0%	-	-

주1) 전체자산 중 해당자산의 비중

주2) 해당자산의 투자플위탁 평잔 비중

주3) 전체자산 합계는 공자기금 예탁금을 제외한 평잔

3. 평가결과

3.1 평가결과 총괄표

평가지표 (비계량)		배점	지표값	최종등급	
(1) 자산운용 체계		20.0		보통	
1. 자산운용 관련 가버넌스의 적정성		10.0		보통	
2. 자산운용 전담조직의 적정성		10.0		보통	
(2) 자산운용 정책		25.0		양호	
1. 자산운용 목표 및 자산배분의 적정성		15.0		양호	
2. 투자 실행과정의 적정성		10.0		양호	
(3) 자산운용 위험 및 성과관리		25.0		양호	
1. 자산운용 위험관리의 효율성		15.0		양호	
2. 자산운용 성과관리의 효율성		10.0		양호	
비 계 량 지 표 합 계		70.0		양호	
평가지표 (계량)		배점	지표값	평가점수	최종등급
(4) 자산운용 성과		30.0		23.82	양호
1. 운용수익률		10.0		7.26	보통
① 1년간 운용수익률		3.0	9.58%	2.24	보통
② 5년간 운용수익률		3.0	6.31%	2.04	미흡
③ 20년간 운용수익률		4.0	6.51%	2.98	보통
2. 위험조정수익률		10.0		7.45	보통
① 5년간 샤프비율		4.0	0.44	2.98	보통
② 20년간 샤프비율*		6.0	0.39	4.47	보통
3. 상대수익률		10.0		9.11	탁월
① 1년간 상대수익률		3.0	274.4%	3.00	탁월
② 5년간 상대수익률		3.0	119.3%	3.00	탁월
③ 20년간 상대수익률**		4.0	56.2%	3.11	양호
계 량 지 표 합 계		30.0		23.82	양호
조 정	가 점	-			
	감 점	-			
전 체		100.0			양호

* 20년간 샤프비율을 평가해야 하나 가용가능 자료의 한계로 16년간으로 평가

** 20년간 상대수익률로 평가해야 하나 가용가능 자료의 한계로 14년간으로 평가

3.2 전기 평가결과 대비

평 가 지 표		전기평가		당기평가	
비 계 량	(1) 자산운용 체계	보통		보통	
	1. 자산운용 관련 가버넌스의 적정성	보통		보통	
	2. 자산운용 전담조직의 적정성	보통		보통	
	(2) 자산운용 정책	보통		양호	
	1. 자산운용 목표 및 자산배분의 적정성	보통		양호	
	2. 투자실행 과정의 적정성	양호		양호	
	(3) 자산운용 위험 및 성과관리	양호		양호	
	1. 자산운용 위험관리의 효율성	양호		양호	
2. 자산운용 성과관리의 효율성	양호		양호		
비 계 량 지 표 합 계		보통		양호	
계 량	(4) 자산운용 성과	지표값	등급	지표값	등급
	1. 운용수익률		보통		보통
	① 1년간 운용수익률	11.34%	아주미흡	9.58%	보통
	② 5년간 운용수익률	5.32%	보통	6.31%	미흡
	③ 20년간 운용수익률	6.02%	양호	6.51%	보통
	2. 위험조정수익률		양호		보통
	① 5년간 샤프비율	0.56	양호	0.44	보통
	② 20년간 샤프비율*	0.43	양호	0.39	보통
	3. 상대수익률		우수		탁월
	① 1년간 상대수익률	158.9%	탁월	274.4%	탁월
	② 5년간 상대수익률	62.6%	우수	119.3%	탁월
	③ 20년간 상대수익률**	46.4%	양호	56.2%	양호
계 량 지 표 합 계		양호		양호	
전 체 합 계		양호		양호	

* 20년간 샤프비율은 가용 가능한 자료의 한계로 전기는 15년간, 당기는 16년간으로 평가

** 20년간 상대수익률은 가용 가능한 자료의 한계로 전기는 13년간, 당기는 14년간으로 평가

4. 자산운용 총평

<기금현황>

- 국민연금기금은 2020년 말 현재 833조원 규모의 글로벌 연기금으로 성장하였고, 가입자 2천 2백만 명과 수급자 5백만 명에게 연금서비스를 제공하고 있음.
- 금융부문의 자산별 구성 비중은 국내채권이 326.1조원으로 39.1%, 국내주식이 176.7조원으로 21.2%, 국내 대체투자가 24.7조원으로 3.0%, 해외채권이 44.9조원으로 5.4%, 해외주식이 192.8조원으로 23.1%, 해외 대체투자가 65.9조원으로 7.9%를 차지하고 있음.
- 해외투자와 대체투자의 비중을 지속적으로 확대하는 한편 투자자산의 다각화 및 투자전략의 다변화를 통해 운용성과를 제고하고자 함.
- 2020년에는 국내외 주식투자 확대 등을 토대로 우수한 운용성과를 거두어 운용 수익률은 평잔수익률 기준 9.70%, 시간가중수익률 기준 9.58%를 나타내었고, 수익금은 72.1조원을 기록하였음.
- 기금관리 주체인 보건복지부와 기금운용을 위탁받은 국민연금관리공단이 투자정책 및 투자집행과 관련된 의사결정기구의 운영을 담당하고, 공단 내의 기금운용본부가 기금 적립금 투자 집행 업무를 맡고 있음.

<긍정적 평가사항>

- 기금운용 지배구조 개편에 관한 논의가 추진 동력을 상실한 상황에서 현행 지배구조 하에서 기금운용위원회를 비롯한 기금운용 관련 의사결정기구의 전문성을 보장하기 위한 다양한 운영체계 개편이 추진되었음.
- 기금운용위원회 산하 3개 전문위원회(수탁자책임위원회, 투자정책위원회, 위험관리·성과보상위원회)를 법제화하고, 3인의 상근전문위원과 이를 보좌하는 6인의 전문위원실을 설치하여 전문위원회의 전문성을 제고하고자 노력하였음.
- 기금의 이러한 노력은 오랫동안 지적되어 온 운용의 최고의사결정기구인 기금운용위원회의 전문성 부족을 보좌하는 자문기구로서 전문위원회의 위상을 강화하고 자문 역량을 제고시킨다는 측면에서 긍정적으로 평가됨.

- 투자정책전문위원회와 위험관리·성과보상전문위원회에 각각 기금운용위원 3인을 참여시킴으로써 기금운용위원회와 전문위원회 간의 의사소통을 원활하게 하고 기금운용위원의 운용 관련 지식과 이해를 제고시키는데 긍정적 기여를 함.
 - 일 년의 적용 기간을 거치면서 이러한 제도 개편이 처음 도입 취지에 부합하게 작동할 수 있도록 위원회의 구성 및 관리, 위원회 간 의사소통 채널 같은 세부적인 운영 프로세스를 정치하게 교정하는 과정이 중요함.
- 2020년도 기금운용위원회 및 실무평가위원회의 개최 횟수는 연 20회로 지속적으로 증가하고 있음
- 특히 투자정책전문위원회는 7회에서 14회, 리스크위는 4회에서 8회로 증가하는 등 코로나 위기상황에 시의적절하게 대응하기 위한 위원회 차원의 노력이 인정됨.
- 해외투자 및 대체투자 확대 기조에 부응하여 기금운용본부 내 대체투자 운용조직을 글로벌 투자 관점으로 재편함.
- 자산운용 전담인력에서 대체투자 조직을 국내/해외 관점이 아닌 글로벌 투자 관점에서 지역별(아시아, 미주, 유럽)로 재편하여 자산별, 목표 시장별 매트릭스 구조로 조직화한 부분은 대체투자 활성화 측면에서 매우 긍정적으로 평가됨.
- 기존의 지역 우선 조직은 자산별로 투자 비중을 설정하는 자금운용계획과 정렬되지 않으며, 부서장이 자신의 전문분야가 아닌 자산에 대해서도 투자결정을 해야 하는 문제점을 내포하고 있었음.
 - 대체투자 조직 개편은 실 조직 내 투자지역 간 탄력적인 정원 조정을 가능하게 함으로써 인력운용의 효율성도 향상될 것으로 기대됨.
- 2025년까지 122명의 증원을 목표로 대체투자조직을 개편하고 글로벌 기금 운용을 위한 전략적 인재 양성을 위한 채용 및 교육에 대한 계획을 마련하였음.
- 기금의 장기운용 목표 설정을 위한 레퍼런스포트폴리오(Reference Portfolio) 체계의 도입을 적극적으로 추진하였음.
- 기금은 장기적인 투자 시계를 반영한 장기 목표수익률의 설정과 기금의 위험감내도를 반영하면서 장기운용 성과의 벤치마크로 활용될 수 있는 레퍼런스포트폴리오(Reference Portfolio) 체계의 도입을 모색하고 있음.

- 도입 방안이 아직은 구체화되지 않아 그 실효성에 대한 평가는 유보되나, 장기 운용 목표 설정을 통한 자산배분 체계 개편이 필요하다는 지적에 대해 기금 차원의 적극적인 노력이 경주된 것으로 평가함.
- 외부 위탁운용사 선정 기준과 절차, 자금배분 및 사후관리 프로세스를 점검하고 효율적으로 개선하였음.
- 국민연금기금은 정교하고 합리적인 위탁운용사 선정 및 관리체계를 갖추고 있음. 특히 국내주식 위탁운용사 평가에서 질적 평가지표(스타일 전략, 분산 효과, 최대 손실 가능성, 포트폴리오 일관성, 종목 리스크 집중도)의 유의성 검증 후 활용을 위한 세부 프로세스를 수립하는 등 적극적인 개선 노력이 확인됨.
- 2019년 의결된 책임투자 활성화 방안과 관련 로드맵(2019~2023)에 제시된 과제들이 충실히 이행되고 있는 것으로 평가됨.
- 기금운용 원칙에 ‘지속가능성의 원칙’을 추가하고 ‘국민연금기금 책임투자 원칙’을 마련하고, 이를 기반으로 적극적 주주활동을 강화하고 있음
 - ESG 대상 자산을 국내채권으로 확대하기 위한 연구용역을 진행하고, 이를 기반으로 2022년까지 ESG 가치 반영 자산을 전체 운용자산의 50%까지 확장하겠다는 의지를 천명함.
- 예상치 않은 시장 환경 변화에 능동적으로 대처하기 위해 위기인식지수를 개발하고, 이를 기반으로 단계별 대응절차를 정리한 위기관리 매뉴얼을 작성함.
- 코로나 사태로 시장 변동성이 확대되는 과정에서 위기 발단 및 심각으로 단계별 지수에 따른 위기 경보가 발령되었음
 - 이에 따라 위기 대책반이 가동되어 시장동향을 모니터링하고 자산배분 및 자산군별 운용계획을 점검하는 등 적절한 위기 대응이 이루어진 것으로 평가됨.
- 기금수익률이 목표수익률과 기준수익률을 모두 상회하는 양호한 운용성과를 기록하였음. 특히 국내주식 및 해외주식 비중의 확대는 시장의 가파른 반등세와 맞물려 전체 포트폴리오의 수익률 상승을 견인하였음.
- 시장 변동성이 크게 확대되었으며 기금의 액티브위험도 전년도 대비 두 배 가까이 증가하였음에도 불구하고 시장수익원천에 대한 탐색과 적극적인 액티브운용을 통해 샤프지수와 IR 모두에서 양호한 위험조정수익률을 기록하였음.

- 최근 들어 기금이 적극적 주주활동을 강화함에 따라 이에 수반되는 주주권 활동 사안에 대한 기금의 공시 내용이 양과 질적인 측면에서 점진적으로 개선되고 있는 부분을 긍정적으로 평가함.

<개선 권고사항>

- 대표자 집단인 기금운용위원회의 전문성 부족을 보완하기 위한 목적으로 마련된 여러 제도적 장치들이 합목적적으로 기능하기 위해서는 의사결정체계의 적절성과 세부적 운영 프로세스의 효율성이 지속적으로 평가되고 보완되어야 함.
 - 법 상 조직인 실무평가위원회는 기금운용위원회의 전문성을 보완하기 위한 제도적 장치임에도 불구하고, 위원 구성에 있어 전문성과 함께 여전히 대표성이 반영되는 구조여서 전문성 강화 측면에서 기금운용위원회 보좌에 한계가 있음.
 - 대표성 측면에서는 기금운용위원회와 중복되며, 전문성 측면에서는 전문위원회에 미치지 못하는 비효율적인 옥상옥 구조임. 전문성 강화라는 측면에서 실무평가위원회의 실질적인 역할 및 의의를 찾기 어려움
- 상근전문위원제도를 도입하고 전문위원회 운영과 구성을 개편하여 부분적인 지배 구조 개선이 진행되었으나, 전문위원회의 역할과 권한, 자문기구로서 전문위원회의 의견 또는 심의 결과가 기금운용위원회에 전달되는 구조 등 추가적인 제도 보완이 요구됨.
 - 상근전문위원의 독립성과 전문성 보장이라는 관점에서 위원의 선임 및 연임에 관한 기준, 절차, 의사결정 주체 등을 보다 투명하고 명확하게 개선할 필요가 있음.
 - 가입자단체가 추천하고 주무부처가 선정과 임면, 연임을 결정하는 현행 체계는 상근전문위원의 독립성과 전문성 보장이라는 관점에서 구조적인 한계가 있음.
 - 전문위원회의 구성에 있어 상근위원과 비상근위원의 정보비대칭성으로 인한 부정적 영향이 확대되고 있음. 전문가 집단으로 구성된 위원회 구조에서 정보비대칭성 확대는 외부 전문가의 적극적 참여와 전문성 기여를 위축시키는 요인이 됨
 - 전문성이 보다 강조되는 투자정책전문위원회나 위험관리·성과보상전문위원회의 인적 구성에서 대표성이 강한 위원이 다수를 차지하는 것은 바람직하지 않음. 외부전문가 비중의 확대를 적극 검토할 필요가 있음.

- 안전에 대해 검토·심의할 하는 전문위원회의 경우 최소한 요약된 형태의 회의록이 작성되어야 하며, 전차 회의에서 작성된 회의록에 대하여 해당 위원들의 보고·채택의 과정이 반드시 필요함.
 - 또한 해당 전문위원회의 위원장이 논의 내용을 실무평가위원회 또는 기금운용위원회에 보고하는 사항에 대해서는, 전문위원회 위원들에게 관련 내용을 보고·채택토록 하고, 전문위원회 회의록이 실무평가위원회와 기금운용위원회에까지 공유되도록 할 필요가 있음.
- 수탁자책임전문위원회에 부여된 안전부의권이 실질적으로 작동하기 위해서는 안전부의에 대한 기금운용본부의 판단에 앞서 안전 관련된 충분한 사전 정보가 위원들에게 제공되어야 하며, 중요 안전에 대해서는 수탁자책임전문위원회가 안전부의 여부를 판단할 수 있도록 사전 논의가 진행되어야 함.
- 위험관리의 최고 의사결정기구인 리스크관리위원회는 공단 내 조직으로서 정책결정 기구의 성격과 집행기구의 성격이 혼재되어 있음.
- 위험관리·성과보상전문위원회로 확대 개편된 성과평가보상전문위원회와 공단 내 리스크관리위원회 간의 명확한 역할 배분이 필요함.
 - 공단 내 리스크관리위원회는 위험관리의 집행기구 기능으로, 기금운용위원회 산하 위험관리·성과보상전문위원회는 위험관리의 정책결정 기구로 역할 분담하는 방안을 기본 전제로 함.
 - 제도 개편 당시 계획되었던 위험관리의 정책결정 기능에 대한 역할 분담과 관련하여, 위험관리 정책기능의 범위와 주체별 역할, 규정 변경 등을 보다 구체화할 필요가 있음.
- 대체투자위원회의 경우 비상근 위원들이 해외부동산 등 장기적이며 다양한 대체투자 상품을 제한된 시간 내에 심층적으로 평가·검토하기 어려우며, 성과에 대한 책임을 지지 않는 외부위원이 최종 투자판단을 함으로 인하여 결과적으로 집행부서의 책임이 분산되는 측면이 있음.
- 위원회 구조의 비효율성으로 인해 글로벌 시장의 경쟁 심화에 대응하지 못하는 측면이 있으며, 이에 대응하여 일정 규모 이하의 특정 조건을 만족하는 투자 건에 대해서는 기금운용본부 내부로 구성되는 소위원회를 통해 투자의사결정을 하는 프로세스를 마련한 부분은 긍정적으로 평가됨.

- 대체투자 소위원회의 의사결정 범위 확대 등을 포함하여 대체투자의 최종 투자 판단은 정책기능의 위원회보다는 집행조직인 기금운용본부가 총체적인 책임을 지고 의사 결정하는 방향으로 점진적으로 개편해 갈 것을 권고함.
- 전담 운용조직인 기금운용본부의 전체 투자 의사결정에 있어 기금운용본부장의 임명 및 연임이 보건복지부와 공단의 이중적 영향력 아래에 있는 구조 등 집행조직의 역할과 임무에만 집중할 수 있는 자율성과 독립성 확보가 충분하지 않은 것으로 평가됨.
 - 이는 중장기 자산배분과 같은 위원회 구조에 의한 전략적 의사결정에 있어 정책기능의 위원회와 집행기능의 기금운용본부 간 역할과 책임이 명확치 않은데 기인함.
 - 공적연금으로써 기금운용을 둘러싼 정치·사회적 이해관계가 상충될 경우 이를 감안한 정책적 판단은 필요함. 하지만 이는 정책기능을 담당하는 의사결정 위원회의 몫이며, 집행조직인 기금운용본부의 투자 판단에 이러한 정치 사회적 이슈가 영향을 미치는 것은 적절치 않음.
 - 집행조직인 기금운용본부의 독립성과 자율성을 제도적으로 보장하기 위해 가장 중요한 요인은 지배구조임. 효율적인 지배구조 개편을 위한 정부 차원의 지속적인 노력이 요구됨.
- 목표초과수익률을 산출하기 위한 목표액티브위험이 정책적 판단으로 설정되는 현행 성과급 체계를 개편할 필요가 있음.
 - 목표액티브위험의 설정이 장기적이고 전략적인 관점의 목표지향적이라기 보다는 현행 체계와 운용방식을 제약조건으로 감안하여 현실지향적으로 설정되는 측면이 있음. 목표액티브위험은 단순히 성과급 산정의 기준이 아니라, 기금이 지향하는 activeness의 수준을 표방하고 액티브운용의 전략적인 방향성을 제시하는 중요한 지표임.
 - 액티브운용에 관한 기금의 투자신념을 정립하고 구체적인 액티브운용 정책을 수립하여 이로부터 하향식으로 성과급이 산정되는 보상 체계를 모색해 볼 것을 제안함. 이는 최근 기금이 적극적으로 추진하고 있는 레퍼런스포트폴리오 체계의 도입과도 연관된 문제임.

- 전주 이전 이후 인력유출을 차단하고 우수 인력을 확보하기 위한 처우개선이 적극적으로 추진되었으나, 양질의 운용 인력 수급 측면에서 기금운용본부의 지리적 단점을 상쇄하기 위한 적극적인 조치가 지속되어야 함.
- 국민연금과 같은 부채를 갖는 연기금의 자산운용에 있어 연금제도 내지는 부채를 고려하여 기금의 장기적인 운용 방향을 설정하는, 이른바 ALM 관점의 자산운용 체계는 필수적 사안임을 강조함.
 - 재정방식 및 재정목표에 대한 사회적 합의 부재 등 현실적인 어려움은 있겠으나, 그럼에도 불구하고 보건복지부를 중심으로 ALM 체계 도입의 검토 가능성을 다각도 점검하고, 이를 바탕으로 장기적 관점에서 ALM 체계 도입을 위한 로드맵을 작성하는 등 실질적인 추진 노력을 경주할 필요가 있음.
 - ALM 기반 목표수익률의 설정 체계로의 전환이 단기간 내 어려운 상황에서, 현행 자산접근법에서 가정하고 있는 목표수익률과 허용위험한도의 적절성에 대한 논의도 보다 적극적으로 추진되어야 함.
 - 2006년 기금운용위원회에서 결정된 기금운용지침 제6조 “기금의 장기수익률 목표는 실질경제성장률+소비자물가상승률” 인 부분과 “5년간 누적수익률이 누적 물가상승률을 초과하지 못할 가능성을 15%이하로 한다” 라는 허용위험한도의 적절성에 대한 재검토가 필요함.
- 현재 KOSPI로 설정되어 있는 국내주식 기준수익률에 벤치마크 불일치, 또는 시장 대표성의 문제가 제기됨.
 - 국내주식의 투자유니버스(IU)는 코스닥시장을 포함하고 있음에도 불구하고 기준수익률이 유가증권시장(KOSPI)으로 정의되어, 하위 전술적 기준수익률과의 괴리와 그로 인한 성과평가의 왜곡이 확대될 수 있음.
 - 또한 기술주 중심의 코스닥시장은 연기금과 같은 장기투자자에게 적합한 시장임에도 불구하고 국내주식의 기준수익률에서 제외됨으로 인해 충분한 투자가 이루어지지 않는 상황이 지속되고 있음.
 - 국내주식 기준수익률에 코스닥 시장을 효과적으로 포함할 수 있는 구체적인 실행 방안을 모색해 보기 바람.

- 기금운용위원회가 매년 위탁운용의 목표범위를 제시하는 관행은 완전히 폐지할 것을 권고함.
 - 위탁운용은 액티브운용을 실행함에 있어 액티브 프로그램의 성격과 내부 운용 역량 및 실행 비용 등을 종합적으로 고려하여 집행조직이 선택하는 기술적 수단이기 때문임.
 - 운용부서가 개별적으로 의사결정한 운용 방식의 합으로 전체 위탁 비중이 결정되는 상향식 실행 체계에서 일종의 한도 개념으로 부여되는 기금운용위원회의 목표 위탁비중은 전혀 작동하지 않는 제약조건이 됨.
- 자산군 특성 및 시장 및 운용부서의 상황 등을 고려하여, 이벤트성으로 실시되는 컨테스트 방식의 위탁운용사 선정방식에 더하여 수시 지원을 통한 개별 심사 방식을 확대할 필요가 있음.
 - 기금이 전략적으로 확대하고 있는 해외투자과 대체투자 부문에서 컨테스트 방식의 위탁운용사 선정이 갖는 문제점이 특히 부각됨.
- 의결권행사의 전문성과 객관성 강화를 위해 복수 자문기관 선정을 제안함.
 - 수탁자책임전문위원회의 전문성, 독립성과 함께 주총의안에 대한 찬반의 다양한 의견 청취를 통한 장기적 주주가치 증대에 기여하는 결론의 도출이 중요함.
 - 해외 주요 연기금의 경우 다수의 외부 자문기관을 활용하고 있음을 고려할 때 국민연금도 복수의 자문기관에 주총 안건 자문을 의뢰하는 방안을 검토해 보기 바람.
- 기금위와 실평위 회의록 공개 확대 필요.
 - 국민연금 가입자들이 기금운용의 주요 의사결정 과정을 모니터링하여 해당 위원들이 가입자들을 대표하고 있으며 전문성을 갖추고 있는지 견제할 수 있도록 회의록 공개 수준과 범위를 적극적으로 확대하는 방안을 검토해 보기 바람.

5. 세부항목별 평가결과

(1) 자산운용 체계

1.1. 자산운용 관련 가버넌스의 적정성

1.1.1. 자산운용 관련 주요 의사결정체계의 구축

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none">• 자산운용 관련 위원회와 전담조직 등의 구성, 권한, 책임, 업무분장체계 및 보고체계에 관한 규정을 적절하게 설정할 것• 위험관리 관련 위원회와 전담조직 등의 구성, 권한, 책임, 업무분장체계 및 보고체계에 관한 규정을 적절하게 설정할 것• 성과평가 관련 위원회와 전담조직 등의 구성, 권한, 책임, 업무분장체계 및 보고체계에 관한 규정을 적절하게 설정할 것

- 국민연금기금은 국민연금기금운용위원회(이하 기금위)를 비롯하여 다양한 내·외부 위원회를 운영하고 있으며, 전담 운용조직으로 국민연금공단 산하에 기금운용본부를 설치하고 있음.
 - 위험관리와 관련하여 리스크관리위원회(이하 리스크위)의 하위 전담조직으로서 리스크관리부문이 기금운용본부 내에 설치되어 있음.
 - 성과평가는 기금위 산하에 위험관리·성과보상전문위원회(이하 성과위)를 두고 내·외부 성과평가기관을 활용하고 있음. 기존의 성과평가보상전문위원회가 위험관리·성과보상전문위원회로 확대 개편됨에 따라 위원회 차원의 위험관리 의사결정체계가 이원화됨.
- 보건복지부 내에 설치된 기금위, 기금운용실무평가위원회(이하 실평위)의 구성, 책임과 권한은 국민연금법으로 규정되며, 동법 시행령에 근거하여 기금위 산하에 수탁자책임전문위원회(이하 수탁위), 성과위, 투자정책전문위원회(이하 투정위)의 3개 전문위원회를 설치함. 위원회의 역할과 책임은 기금운용지침에 명시됨.
 - 기금위는 기금운용의 최고의사결정기구로서 기금운용지침, 기금운용계획, 성과평가 등에 관한 중요사항을 심의·의결함. 위원장은 보건복지부장관이며 당연직위원으로

관련 부처 차관 4인, 국민연금공단(이하 공단) 이사장 1인이 포함되어 있고, 위촉직 위원은 사용자 및 근로자대표 각 3인, 지역가입자 대표 6인, 전문가 2인 등 총 20인으로 구성됨.

- 실평위는 기금관리·운용에 관한 전문적 의견을 제공하고, 운용성과 측정 등 기금운용 전반에 대한 모니터링을 수행함으로써 기금위의 심의·의결 기능을 보좌하는 심의·평가기구임. 위원장은 보건복지부 차관이고, 5인의 관련 부처 당연직 위원, 이해단체 추천인 및 전문가 14인을 포함하여 총 20인으로 구성됨.
 - 수탁위는 수탁자책임활동에 관한 지침을 검토·개정하고, 보유 주식에 대한 의결권 및 주주권 행사와 책임투자 관련 사안을 검토하여 결정함. 전문성과 대표성을 감안하여 기금위원장이 위촉하는 상근전문위원 3인(임기 3년, 1회 연임)과 관계전문가 6인(임기 3년)의 9인으로 구성함. 위원장은 상근전문위원 중 호선으로 선출(연임 불가).
 - 성과위는 위험관리, 성과평가, 정책제언 등 전문적 판단과 검토가 필요한 정책 결정 사항에 대하여 기금위와 실평위에 자문을 제공하고, 기금위의 위임으로 운용본부 전체의 성과급 지급률과 운용본부장에 대한 성과급을 결정함. 성과위원회는 상근전문위원 3인과 기금위원 3인, 관계전문가 3인의 총 9인으로 구성되며, 위원장은 상근전문위원 중 호선으로 선출.
 - 투정위는 기금위 결정사항 중 중장기 및 연간 기금운용계획, 전문적 평가가 필요한 투자정책 및 신규 투자정책의 개발 또는 기존 투자정책의 변경에 관한 사항 등을 검토·심의함. 투정위원회는 상근전문위원 3인과 기금위원 3인, 관계전문가 3인의 총 9인으로 구성되며, 위원장은 상근전문위원 중 호선으로 선출.
- 공단과 기금운용본부 내에 설치된 리스크위, 투자위원회(이하 투자위), 대체투자위원회(이하 대체위)의 구성, 책임과 권한에 관한 사항은 기금운용지침과 기금운용규정에 명시됨.
- 리스크위는 위험관리 최고 의사결정기구로서 공단 이사장 직속으로 있으며, 기금의 주요 운용사항에 내재된 위험을 사전에 점검하고, 투자 의사결정 과정의 투명성을 확보하기 위함. 위험관리 기본방침 수립, 위험한도와 손실한도의 설정 및 관리, 위험관리체계의 구축과 신규 운용대상 및 방식에 관한 위험관리 등을 심의·의결함. 기금운용본부장과 5인 이상 7인 이하의 외부 전문가로 구성되며, 공단 이사장이 위원장임.

- 대체위는 대체투자의 효율성과 전문성 강화를 위한 목적으로 설치되는 위원회로서, 기금운용본부장을 위원장으로 내부 3인과 외부 전문가 3인으로 구성됨. 내부위원은 전략부문 1인과 리스크관리부문 1인, 그리고 위원장이 지명하는 실장 1인(심의 대상사업 소관실장은 제외)으로 구성됨. 외부전문가는 인프라, 부동산, 사모·벤처투자 및 자원개발 4개 분야로 구분하여 전문가풀로 운영됨.
- 투자위는 기금운용본부에서 실행하는 모든 자산의 투자지침 및 계획을 심의·의결함. 연·월간 자금운용계획 수립 및 거래기관 선정과 관리 등에 관한 사항을 의결하는 집행조직의 의사결정기구임. 기금운용본부장을 위원장으로 하고 운용전략실장이 간사, 리스크관리실장 및 운용실장과 기금운용본부장이 지명하는 팀장(3인 이내)으로 구성됨.
- 국민연금기금은 기금운용본부 내에 리스크관리부문을 설치하고 산하에 리스크관리실과 기금법무팀을 두고 있음. 준법감시인은 이사장 직속으로 설치됨.
 - 리스크관리부문은 운용본부 내 위험관리 관련 주요사항을 관리하며, 필요한 조치는 투자위 등을 거치지 않고 리스크위에 직접 보고함. 세부 위험한도 설정·점검사항 등은 기금운용본부장 결재에서 리스크관리부문장 전결로 위임됨.
 - 리스크관리실은 증권리스크관리팀, 대체리스크관리팀, 성과분석팀, 금융공학팀으로 구성됨(2020년 말 기준). 리스크관리부문장의 보직 변경과 근무평정권은 이사장에게 두어 운용본부와의 독립성을 보장하고자 함.
 - 준법감시인은 기금운용본부와 별도로 설치된 이사장 직속의 독립 기구로서 내부통제와 컴플라이언스, 법규위험 등을 관리하고 그 결과를 공단 이사장에게 직접 보고함.
- 성과평가는 공단 내의 국민연금연구원과 외부의 성과평가기관이 수행하고 성과위가 검토한 뒤 실평위에서 심의하고 기금위에서 의결하며, 그 결과를 기금운용본부에 피드백하는 방식으로 이루어지고 있음.
 - 기금운용본부 전체에 대한 성과평가와는 별도로 기금운용본부 내의 리스크관리 부문은 상시적으로 운용성과를 분석하고 그 결과를 운용본부장과 이사장에게 주기적 또는 수시로 보고하는 한편 운용부서에 적시성 있는 피드백을 실시함.
- 위원회 조직의 의사결정체계에 있어 조직의 구성 및 권한과 책임에 있어 전반적으로 명확한 업무분장과 보고체계가 구축되어 있는 것으로 평가되나, 일부 비효율적이거나 불명확한 의사결정체계의 문제점이 해소되지 않고 있음.

- 전체 의사결정체계 내에서 실행위의 구성 및 권한과 책임에 대한 문제는 지속적으로 제기되는 사안임. 글로벌 연기금의 경우 최고이사결정기구 산하에 다수의 전문위원회를 배치하는 것이 일반적인 구조임. 위원회 구조의 대표성과 전문성 확보라는 측면에서 실행위의 실질적인 역할 및 의의를 찾기 어려움.
 - 기금운용본부로부터 분리되어 리스크위가 독립성을 확보하고 있다고는 하나, 집행조직인 공단 내 리스크위가 정책기능과 집행기능을 동시에 수행하는 구조임. 또한 성과위가 위험관리성과보상위원회로 확대 개편됨에 따라 정책기능에 대해 리스크위와 성과위 간 역할 분담이 재정립될 필요.
 - ‘성과급 결정’ 같은 일부 사안에 대해 의결기구로 기능하고 있는 성과위는 의사결정의 독립성 확보가 충분치 않은 상황임. 특히 개편된 전문위원회 체계에서는 외부 전문가 참여가 축소됨으로 인하여 이러한 문제가 오히려 악화되는 양상임. 보상위원회의 핵심 기능이라 할 수 있는 CIO의 임명 및 승계 과정에서 보상위원회(성과위 및 기금위)의 역할이 보다 강화될 필요가 있음.
- 상근전문위원제도를 도입하고 전문위원회 운영과 구성을 개편하여 부분적인 지배구조 개선이 진행되었으나, 전문위원회의 역할과 권한, 자문기구로서 전문위원회의 의견 또는 심의 결과가 기금위에 전달되는 구조 등 의사결정체계 상 다방면에서 추가적인 제도 개선이 요구됨.
- 전문위원회의 구성에 있어 상근위원과 비상근위원의 정보비대칭성으로 인한 부정적 영향이 확대되고 있음. 전문가 집단으로 구성된 위원회 구조에서 정보비대칭성 확대는 개별위원의 적극적 참여와 전문성 기여를 위축시키는 요인이 됨.
 - 상근전문위원의 선임 과정, 연임의 결정, 예산 집행 등에 있어 상근전문위원의 독립성 확보를 위한 제도적 장치가 강화될 필요가 있음. 또한 상근전문위원 개인의 전문성과 무관하게 호선에 의한 선임이라는 절차 없이 일 년 단위로 위원장에 순환 선임되는 구조는 전문위원회의 효율성을 저하시킬 우려가 있음.
 - 스튜어드십코드 도입을 통한 기금의 적극적 주주활동에 있어 기금위와 수탁위, 그리고 기금운용본부 간 역할과 책임 등에 있어 일부 문제점이 노정됨. 의결권 행사 관련 수탁위와 기금운용본부의 의사결정체계를 보다 명확히 할 필요가 있음. 다른 전문위원회와는 상이하게 대표성이 강조되는 수탁위의 성격을 감안하여, 적극적 주주활동에서 기금위와 수탁위의 역할과 책임에 대한 점검이 필요함.

1.1.2. 주요 의사결정 체계의 대표성, 전문성 및 효율성

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"> • 주요 의사결정 위원회를 대표성과 전문성을 갖도록 구성하고 위원회의 전문성 제고를 위한 노력을 지속할 것 • 주요 의사결정 위원회의 활동이 적정할 것

- 국민연금의 기금운용 지배구조는 최고의사결정기구인 기금위를 대표성을 강조하여 정부 및 가입자대표로 구성하고, 이로 인한 기금운용에 관한 전문성 부족의 문제는 기금위 산하 실행위와 전문위의 자문을 통해 보완하는 구조임.
 - 이러한 의사결정체계와 그에 따른 위원회의 구성 및 운영 등에 관한 역할과 책임 등은 중요성을 감안하여 단계별로 국민연금법과 하위 시행령, 그리고 기금운용지침 등에 비교적 명확하게 규정되어 있음. 기금운용에 관한 최종 책임은 보건복지부장관에게 있으며, 의사결정체계 구축의 실행 주체는 보건복지부가 됨.
- 바람직한 기금운용 지배구조에 관해서는 다양한 의견이 있을 수 있으며, 지배구조 개편에 대한 논의는 지속적으로 추진되어야 할 장기 과제임. 현재 기금이 채택하고 있는 대표자 중심의 기금위 구성 또한 공적연금으로서 정부의 책임성과 유사 해외사례 등을 감안할 때 충분히 타당성 있는 지배구조 중 하나로 사료됨.
 - 다만, 대표자 중심 기금위의 전문성 부족을 보완하기 위한 목적으로 마련된 여러 제도적 장치들이 보다 합목적적으로 기능하기 위해서는 의사결정체계의 적절성과 세부적인 운영 프로세스의 효율성이 지속적으로 평가되고 보완되어야 할 것임.
 - 법 상 조직인 실무평가위원회는 기금운용위원회의 전문성을 보완하기 위한 제도적 장치임에도 불구하고, 위원 구성에 있어 전문성과 함께 여전히 대표성이 반영되는 구조여서 전문성 강화 측면에서 기금운용위원회 보좌에 한계가 있음.
 - 대표성 측면에서는 기금위와 중복되며, 전문성 측면에서는 전문위에 미치지 못하는 비효율적 옥상옥 구조임.
 - 최고 의사결정기구인 기금위가 기금운용에 관한 합리적인 판단을 할 수 있도록 산하 위원회와의 의사소통이 강화되어야 하며, 이러한 측면에서 전문위원회에 기금위원의 참여는 의미 있는 제도 개편으로 평가됨. 다만, 이로 인하여 전문위원회

구성에 있어 외부 전문가의 참여가 대폭 축소되었으며, 이는 전문위원회의 전문성과 객관적인 판단을 오히려 약화시키는 요인으로 작용하고 있음.

- 기금은 민간 상근전문위원을 설치하고 수탁자책임위원회, 투자정책위원회, 위험관리·성과보상위원회 등 3개 전문위원회를 법제화하는 등의 내용을 골자로 하는 기금 운용 운영체계 개편안을 수립하여 2020년부터 시행하고 있다는 측면에서 전문성 제고를 위한 기금 차원의 정책적 노력이 인정됨.
 - 일 년의 적용 기간을 거치면서 이러한 제도 개편이 처음 도입 취지에 부합하게 작동할 수 있도록 위원회의 구성 및 관리, 위원회 간 의사소통 같은 세부적인 운영 프로세스를 정치하게 교정하는 과정이 중요함.
 - 안전에 대해 검토·심의를 하는 전문위원회의 경우 최소한 요약된 형태의 회의록이 작성되어야 하며, 전차 회의에서 작성된 회의록에 대하여 해당 위원들의 보고·채택의 과정이 반드시 필요함. 또한 해당 전문위원회의 위원장이 전문위 논의 내용을 실평위에 보고하게 되어 있는 사항에 대해서도 전문위원회 위원들에게 관련내용을 보고·채택하여 전문위 회의록이 실평위, 기금위에까지 공유되도록 할 필요가 있음.
- 국민연금기금의 규모가 증대되고 금융시장 및 기업에 미치는 영향력이 커질수록 기금운용의 전문성과 독립성 강화의 필요성도 점점증하게 됨. 특히 최근에는 기금운용의 독립성 원칙에 있어 정부로부터의 독립성뿐만 아니라 시장으로부터의 독립성 확보가 주요 이슈로 부각되고 있음.
 - 기금의 의사결정 위원회와 기금운용본부가 정부와 특정 이해단체의 압력을 받지 않고 국민연금제도 본연의 목적 달성만을 위해 전문적 판단을 할 수 있도록 독립성을 보장하는, 실질적으로 작동하는 제도적 장치가 마련되어야 함. 현행 지배구조 하에서 공적기금으로서의 정무적 판단은 기금위의 몫이며 전문위원회는 재무적 관점에서 전문가적 견해를 도출하고 그 결과를 기금위에 자문하는 역할임.
 - 특히 전문위원회가 전문가적 관점에서 정부와 시장으로부터 독립적이고 객관적인 판단을 하고, 이를 최고의사결정기구인 기금위에 효과적으로 전달할 수 있는 의사소통 채널이 필수적임. 이러한 체계를 확립하기 위해서는 전문가 자문의 최종 수요자인 기금위의 태도와 역할이 중요함.
 - 개편된 기금운용체계에서 투정위와 성과위는 9인 위원으로 축소되었으며, 여기에 상근전문위원과 기금위원 6인이 당연직으로 참여함으로써 결과적으로 전문위원회의 전문성이 크게 약화된 상황임. 기금위원의 전문위원회 참여로 인한 위원회 간

의사소통 강화와 기금위원의 전문성 제고는 긍정적이나, 이로 인하여 전문위원회의 독립성과 전문성이 약화되는 양상은 결코 바람직하지 않음.

- 전문위원회의 2/3를 차지하는 상근전문위원과 기금위원은 가입자단체 추천으로 선정됨으로, 결과적으로 전문성이 중요한 전문위도 대표성이 강조되는 구조가 되었음. 3인에 불과한 외부 민간전문가 참여를 확대하고, 당연직 위원이 되는 상근전문위원의 독립성과 전문성을 보장할 수 있는 체계 개편이 요구됨.
- 상근전문위원의 독립성과 전문성 보장이라는 관점에서 위원의 선임 및 연임에 관한 기준, 절차, 의사결정 주체 등을 보다 명확하게 개선할 필요가 있음. 상근전문위원의 자격요건과 보상체계를 보다 강화하고 확실한 독립성 보장 장치를 마련하여 그 역할과 책임을 구체화 할 것을 권고함.
- 가입자단체가 추천하고 주무부처가 선정과 임면, 연임을 결정하는 현행 체계는 상근전문위원의 독립성과 전문성 보장이라는 관점에서 구조적인 한계가 있음. 가입자단체가 자신의 입장을 대변할 전문가 추천에 치중할 경우 형식적인 자격요건 만으로는 실질적인 전문성을 담보하기 어려우며, 주무부처가 결정하는 선임 및 연임은 상근전문위원의 독립성을 저해할 우려가 크기 때문임. 추천기관인 가입자단체와 임명기관인 정부의 영향력으로부터 상근전문위원의 독립성과 전문성을 보장할 수 있는 제도적 장치를 확실하게 마련하는 것이 필요함.
- 수탁위는 수탁자책임활동에 관한 지침 제5조제2항제1호에 의하여 “본부가 판단하기 곤란하여 전문위에 결정을 요청한 사안”에 대한 의사결정주체로 명시되어 있으며, 동 지침 제5조제2항제2호에 별도로 능동적인 안전부의권이 규정되어 있음.
- 수탁위에 부여된 안전부의권이 실질적으로 작동하기 위해서는 안전 부의에 대한 본부의 판단에 앞서 충분한 사전 정보가 수탁위원에게 제공되고 중요 안전에 대해서는 수탁위와의 논의가 선행되어야 함. 예를 들어 수탁자책임전문위원들에게 글로벌 의결권자문기관 보고서 및 투자위 안전목록에 대한 공유 등이 필요함. 향후 내부 투자위가 결정할 안전과 수탁위에 부의할 안전에 대한 기준이 모호함으로써 생기는 문제를 방지하기 위한 제도적 장치가 요구됨.
- 위험관리 최고의사결정기구인 리스크위는 공단 내 조직으로서 위험관리 정책결정 기구의 성격과 실행 및 감독을 담당하는 집행기구의 성격이 혼재된 상태로 존재하며, 사실상 집행기구의 역할에 초점이 맞추어져 있음. 국가재정법에 설치 근거가 명시적으로 제시되어 있지 않고 공단의 내부 기구이기 때문에 외형상 보건복지부 소관의 기금위보다 위상이 낮음.

- 기존의 리스크위와 위험관리·성과보상전문위원회로 확대 개편된 성과위와의 합리적이고 명확한 역할 배분이 필요함. 특히 위험관리의 정책기능에 있어서 제도 개편 당시 계획되었던 기금위 산하 성과위로의 이관과 관련하여 위험관리의 범위와 주체별 역할, 규정 변경 등이 보다 명확하게 구체화 되어야 함.
 - 아울러 보건복지부와 공단은 기금에 적합한 위험관리의 목표와 역할을 명확히 설정하고 그에 합당한 위험관리체계 수립을 지속적으로 고민하면서 동시에 설정된 위험관리의 목표와 역할을 내·외부 이해관계자들과 공유할 수 있도록 노력해야 할 것임.
- 대체투자위원회의 경우 비상근 위원들이 해외부동산 등 장기적이며 다양한 대체투자 상품을 제한된 시간 내에 심층적으로 평가·검토하기 어려우며, 성과에 대한 책임을 지지 않는 외부위원이 최종 투자판단을 함으로 인하여 결과적으로 집행부서의 책임이 분산되는 측면이 있음.
- 위원회 구조의 비효율성으로 인해 글로벌 시장의 경쟁 심화에 대응하지 못하는 측면이 있으며, 이에 대응하여 일정 규모 이하의 특정 조건을 만족하는 투자 건에 대해서는 기금운용본부 내부로 구성되는 소위원회를 통해 투자의사결정을 하는 프로세스를 마련한 부분은 긍정적으로 평가됨.
 - 대체투자 소위원회의 의사결정 범위 확대 등을 포함하여 대체투자의 최종 투자 판단은 정책기능의 위원회보다는 집행조직인 기금운용본부가 책임을 지고 의사결정하는 방향으로 점진적으로 개편해 갈 것을 권고함.
- 2020년도 중 기금운용 관련 위원회의 개최 현황은 다음과 같음.

〈표〉 2020년도 기금운용 관련 위원회 개최 횟수

구 분	2020년도	2019년도	2018년도
기금운용위원회	10	9	8
실무평가위원회	10	9	8
수탁자책임전문위원회	19	18	13
위험관리·성과보상전문위원회*	11	7	7
투자정책전문위원회	14	7	2
리스크관리위원회	8	4	5
대체투자위원회	13	15	20
대체투자소위원회	6	1	-
투자위원회	55	56	54

* 위험관리·성과보상전문위원회는 2019년까지 성과평가보상전문위원회

- 기금위 및 실행위의 개최 횟수는 연 20회로 계속해서 증가하고 있으며, 특히 투정위는 7회에서 14회, 리스크위는 4회에서 8회로 증가하는 등 코로나 위기 상황에 시의적절하게 대응하기 위한 위원회 차원의 노력이 인정됨.
- 국민연금기금의 경우 주요 의사결정체계의 대표성과 전문성은 형식적으로 확보가 되었음. 그러나 실질적으로 대표성과 전문성이 작동하기 위한 투명한 운영방식 (transparent operation process)이 요구되며 그 출발점은 의사결정체계간의 정확한 정보공유임을 강조함.

2. 자산운용 전담조직의 적정성

1.2.1. 자산운용 전담조직의 자율성과 책임성

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"> • 자산운용 관련 전담조직의 인사, 예산 및 의사결정의 자율성과 독립성이 확보될 것 • 자산운용과 위험관리 및 성과평가를 담당하는 부서나 인력이 적절히 분리되어 상호 독립성을 가질 것

- 전담조직의 인사 및 예산에 있어서 공공기관으로서의 일부 한계는 있겠으나, 현행 법과 규정을 고려하면 전담 운용조직인 기금운용본부의 인사, 예산 및 의사결정에 있어서 자율성과 독립성은 어느 정도 확보되어 있는 것으로 평가됨.
 - 국민연금법 제102조(기금의 관리 및 운용)에 의거하여 보건복지부 장관은 기금의 관리·운용에 관한 업무를 기금운용본부에 위탁하고 있고, 공단은 직제규정 제6조(기금운용본부)를 근거로 국민연금기금 투자전략의 수립, 기금의 운용 등을 위한 전담 운용조직으로 운용본부를 설치하고 조직, 인사, 보수 등 운영에 대한 자율적인 권한을 부여하고 있음.
 - 기금운용본부는 기금운용 관련 조직·인사·예산관리 전담부서(운용지원실)를 설치하여 운용본부 조직 및 인사규정을 자율적으로 제·개정할 수 있으며, 예산을 공단 회계규정에 따라 독립적으로 집행하고 있음.
 - 운용본부장은 기금운용지침과 공단 규정에 따라 자산운용 관련 투자 의사결정에 대한 책임(투자의사결정의 최종 결정 및 개별 투자결정에 대한 전결권)을 맡고 있으며, 기금운용직 인사위원회 위원장으로 내·외부 추천 권한과 캐스팅보트 권한을 갖고 인사운영 전반에 대해 심의하고, 운용본부 실행예산에 대한 편성·집행권을 행사하고 있음.
 - 기금운용과 관련하여 공단 이사장은 위험관리와 내부통제의 책임을 맡고 있음.
- 그럼에도 불구하고 공단은 공공기관의 특성으로 인해 예산 편성 및 집행 과정에서 실질적인 자율성은 제한적일 수밖에 없음.
 - 기금운용본부의 예산 편성은 보건복지부가 공단 예산과 별도로 운용본부와 협의·조정한 후 기획재정부에 제출하면 기획재정부 심의 후 국회의 심의·의결을 거쳐

확정되는 구조이며, 공단은 기금관리형 준정부기관이기 때문에 정부의 공공기관 정원 증원 통제 정책이 적용됨. 이에 따라 기금운용본부를 포함 모든 공공기관의 인건비 소요액은 공통 인상률을 적용하여 일률적으로 증액하는 인건비 예산구조로 인해 유연한 예산 조정이 어려움.

- 기금운용본부는 공단 내의 부서이며 기금운용본부장에 대한 인사·고과권을 공단 이사장이 행사하는 상황에서 기금운용본부장에 대한 공단의 영향을 완전히 차단하기는 어려운 구조임.
- 하지만 이러한 예산의 편성과 비용 통제가 기금운용 체계를 개편하고 고도화 하는데 있어 극복할 수 없는 제약요인이라고 주장하기는 어려움. 예를 들면, 기금 규모에 상응하는 충분한 운용 인력을 확보하지 못하는 이유가 단순히 제한된 예산과 인력 통제만은 아니기 때문임.
- 기금운용본부의 일상적 인사 및 예산 지출은 운용본부장의 권한이나 중요 의사결정에 있어서는 보건복지부의 영향으로부터 자유롭지 않음. 운용본부장 선임 및 연임(1년) 결정권은 공단 이사장(임추위)에 있고 운용본부장의 임면권을 갖는 공단 이사장의 선임권을 복지부가 보유하고 있어, 결국 운용본부장은 보건복지부와 공단의 이중적 영향력 아래에 있는 구조임.
- 결과적으로 집행조직이 주어진 역할과 임무에만 집중할 수 있는 자율성과 독립성 확보가 충분하지 않은 것으로 평가됨.
- 공적연금으로써 기금운용을 둘러싼 정치·사회적 이해관계가 상충될 경우 이를 감안한 정책적 판단은 필요함. 하지만 이는 정책기능을 담당하는 의사결정 위원회의 몫이며, 집행조직인 기금운용본부의 투자 판단에 이러한 정치 사회적 이슈가 영향을 미치는 것은 적극적으로 차단되어야 함.
- 집행조직인 기금운용본부의 독립성과 자율성을 제도적으로 보장하기 위해 가장 중요한 요인은 지배구조임. 효율적인 지배구조 개편을 위한 정부 차원의 지속적인 노력이 요구됨.
- 이는 중장기 자산배분과 같은 위원회 구조에 의한 전략적 의사결정에 있어 정책기능의 위원회와 집행기능의 기금운용본부 간 역할과 책임이 명확치 않은데 기인함.
- 부문장 직위를 도입하여 기금운용본부장이 투자의사결정에만 집중할 수 있도록 조직체계를 개편한 부분은 긍정적으로 평가됨.

- 기금은 위험관리의 최고기구로서 공단 내에 이사장을 위원장으로 하는 리스크위를 설치하고, 운용본부 내에 전담조직인 리스크관리부문이 리스크위를 지원하고 있음. 기금운용 전담조직과 위험관리 전담조직의 분리는 양호한 편이지만 상호 독립성의 완전한 확보를 위한 일부 제도적 보완이 요구됨.
 - 리스크관리부문장의 임면권이 공단 이사장에 있고, 리스크관리부문이 운용본부에 소속되어 있지만 필요시 투자위원회를 거치지 않고 리스크위에 직접 보고하는 등 운용본부와의 분리는 상당 수준 확보되어 있음.
 - 컴플라이언스 및 내부통제 강화를 위해 준법감시인은 운용본부와 별도로 이사장 직속 기구로 구성되어 기금 투자 및 포트폴리오 관리 업무와 관련된 법규준수 여부 및 임직원의 행위를 점검하고 있음.
 - 공단 이사장이 리스크관리부문장의 임명권과 운용본부장의 임명제청권을 가지고 있는 구조에서 이들이 모두 이사장 영향력 아래 있기 때문에 이해상충 문제에서 자유롭지 않음. 기금운용본부의 독립성을 조금이라도 높이기 위한 방안으로서 리스크위의 위원장을 외부위원 중에서 선임하는 방안도 검토해 볼 수 있음.
- 기금의 연간 성과평가는 운용본부 외부에 설치된 국민연금연구원과 외부의 전문 성과평가기관이 독립적으로 수행한 평가를 성과위의 자문을 거쳐 기금위가 최종 확정하는 구조로 되어 있음.
 - 운용본부 내 성과모니터링 및 피드백은 리스크관리실의 성과분석팀이 담당하고 있으며, 연간 성과평가는 국민연금연구원의 성과평가 전담인력과 외부 평가기관이 수행하여 그 결과를 성과평가위에 보고한 후, 실평위 심의와 기금위 의결을 통해 확정하고 운용본부에 피드백하고 있음.
 - 리스크관리실의 성과분석과 국민연금연구원 및 외부 성과평가기관의 성과평가 결과는 수익률에 대한 상호 대사를 통해 정합성을 유지함.

1.2.2. 전담조직의 전문성 및 효율성

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"> • 자산운용, 위험관리, 성과평가 전담인력의 규모와 전문성이 자산운용 규모와 복잡성 대비 적정할 것 • 전담인력의 운용 결과에 대한 평가와 적절한 보상체계를 통해 책임성을 확보할 것 • 자산운용, 위험관리, 성과평가 등의 전담조직의 의사결정 과정이 효율적일 것

- 2020년 말 기준 기금운용본부의 총 인력은 388명으로, 이는 전년 대비 10명 증원에 불과한 규모임. 또한 이 중에서 기금운용직은 본부장을 포함하여 총 311명으로 전년 대비 4명 밖에 증원되지 않아 기금운용의 인력 부족 문제는 전혀 완화되지 않고 있는 상황임.
 - 기금의 규모가 지속적으로 증대될 것으로 전망되는 상황에서 운용본부는 최소한 현재 수준의 1인당 운용규모는 유지하면서 글로벌 연기금과 경쟁할 수 있는 정도의 인력을 충원해야 함. 기금의 규모와 자산 및 운용 전략의 복잡성을 감안할 때 전문 인력의 추가적 확보가 필수적이므로 정부와 공단은 인력 확충을 위해 더욱 노력할 필요가 있음.
- 운용 전담인력의 적정 규모는 위탁운용의 규모, 자산운용 방식, 비시장성 자산의 규모 등에 따라 달라짐. 이러한 요인을 고려하더라도, 기금의 현재 1인당 운용규모는 글로벌 연기금과 비교해 볼 때 기금의 전담인력 규모는 충분하지 않은 상황임.
 - 기금의 규모, 운용자산의 다양성, 투자전략의 복잡성 등을 감안할 때 투자인력의 전문성은 위탁운용을 주로 하는 일본의 GPIF에 비해 우수한 편이나, 전문 운용 기관인 캐나다의 CPPIB에 비해서는 전문 인력의 규모가 작은 편임.
 - 기금의 1인당 운용규모는 2.1조원으로 전년도 1.9조원에 비해 빠르게 증가하고 있으며, 이러한 증가 추세는 대규모 증원이 있었던 2015년도 이후 지속적으로 나타나는 현상임. 1인당 운용 규모 2.1조원은 CPPIB의 9배에 해당하는 수준임.
- 공단 및 기금운용본부의 전주 이전 이후 운용 인력 부족, 구인 어려움, 직급 간 불균형 등의 문제가 계속해서 제기되었으며, 기금의 지속적인 노력의 결과 양적인 측면에서는 일부 개선되고 있는 것으로 평가되나, 인력의 질적인 측면에서는 여전히 우려스러운 상황이 지속되고 있음.

- 2020년부터 전문인력 양성 체계를 구축하고 단계별 양성 과정을 운영하고 있음. 해외사무소와 해외수탁은행 연수로 계획된 글로벌 부문에 대한 양성 과정은 코로나로 인하여 연수 프로그램 자체가 취소되고, 글로벌 실무역량 강화 특강으로 대체되었음.
- 2020년에는 자산운용 전담인력에서 대체투자 조직을 국내/해외 관점이 아닌 글로벌 투자 관점에서 지역별(아시아, 미주, 유럽)로 재편하여 자산별, 목표 시장별 매트릭스 구조로 조직화한 부분이 긍정적으로 평가됨.
 - 그러나 저금리상황에서 대체투자 자산에 대한 기관투자자의 수요쏠림 현상을 해결하기 위한 전담인력 규모의 전향적 확대가 필요함. 구체적으로 2025년까지 122명의 증원을 목표로 대체투자조직을 개편하고 글로벌 기금 운용을 위한 전략적 인재 양성을 위한 채용 및 교육에 대한 계획을 마련한 만큼, 이러한 계획의 실제 진행을 지켜볼 필요가 있음.
- 국내주식 및 해외주식 인원은 전년도와 동일한 각각 32명, 23명으로 유지되고 있으며, 대체투자는 총 90명으로 전년 대비 1명 증가한 수준임.
 - 신규 인력의 수급 및 기존 인력의 활용에 있어 현실적인 제약은 있겠으나, 그럼에도 불구하고 인력 충원 계획은 중장기 자산운용 전략에 조응하여 수립되어야 함. 특히 비시장성 자산의 운용은 운용인력의 규모와 역량에 의존하는 측면이 큰 만큼, 비중 확대라는 중장기 운용전략에 상응하는 인력 수급이 필수적임.
 - 기금은 해외투자 종합계획에 따라 해외사무소의 기능을 투자지원에서 운용본부와의 협업을 통해 투자기능을 분담하는 기능 강화 방안을 실행 중인데, 해외사무소의 업무량 증가와 심층 업무 수행에 요구되는 인력 증원이 함께 이루어질 필요가 있음.
 - 자산군 다변화에 따라 기금의 법률위험 역시 빠르게 증가하고 있음. 이에 대비하여 6인 규모의 기금법무팀을 설치하고 있으나, 투자 지역의 다양화와 신규 자산의 운용 난이도 증가 등을 감안할 때 기금법무팀의 양적 확대와 더불어 해외금융에 특화된 질적 역량을 확보하는 것이 보다 중요함.
- 기금의 장기성과 제고를 위해 국민연금연구원의 우수한 연구인력 확보 및 연구 환경의 개선이 요구됨.
 - 국민연금연구원은 기금정책분석을 통해 미들오피스 역할의 한 축을 담당하고 있으며, 연금제도 연구와 재정추계분석을 통해 내·외부 주요 이슈들에 대한 해결

방안을 제시하는 역할을 수행하고 있으나 인력 유출에 상응하는 신규 인력 충원조차 이루어지지 않고 있는 상황임.

- 연구원의 전문 연구 인력에 대한 보상 수준 및 처우 개선, 다양한 형태의 fringe benefit을 통해 지방 이전 등으로 인한 기존 인력의 유출을 차단하고, 양적인 인력 충원과 함께 질적으로 우수한 신규 연구 인력을 확충할 수 있는 현실적 대안을 모색하여야 함.
- 전담인력에 대한 보상체계는 기금위가 기금 전체에 대한 목표 IR과 목표초과수익률을 사전에 설정하고, 개별 자산군과 팀원에게 기금전체의 목표를 배분한 후 목표관리제를 통해 운영하며 이를 근거로 성과평가를 수행함.
 - 목표 IR과 목표초과수익률을 산출하기 위한 목표액티브위험이 정책적인 판단에 의해 부여되는 만큼, 성과급 산정의 기준이 되는 목표초과수익률 달성도가 실제 기금의 역량에 따른 성과 달성인지 시장 상황에 따른 외부적 요인인지 판단하기 어려움.
 - 현행 보상체계에서 목표액티브위험의 설정은 장기적이고 전략적인 관점의 목표지향적 이라기보다는 현행 체계와 운용방식을 제약조건으로 감안하여 현실지향적으로 설정되는 측면이 있음.
 - 목표액티브위험은 단순히 성과급 산정의 기준이 아니라, 기금이 지향하는 activeness의 수준을 표방하고 액티브운용의 전략적인 방향성을 제시하는 중요한 지표임.
 - 액티브운용에 관한 기금의 투자신념을 정립하고 구체적인 액티브운용 정책을 수립하여 이로부터 하향식으로 성과급이 산정되는 보상 체계를 모색해 볼 것을 제안함. 이는 최근 기금이 적극적으로 추진하고 있는 레퍼런스포트폴리오 체계의 도입과도 연관된 문제임.
- 성과급체계는 장기평가의 원칙을 적용하여 최근 3년의 평가 결과를 50:30:20의 비율로 가중 평균하여 산출하고, 성과급은 3년 평균 운용수익률이 3년 평균 소비자 물가상승률을 초과하는 경우에만 지급하며, 목표성과급(60%), 조직성과급(20%), 장기성과급(20%)으로 구성됨.
 - 목표성과급은 전체 및 개별 자산군의 초과수익 창출에 대한 보상으로서 목표초과수익률 달성도에 대한 정량평가에 따라 지급하고, 조직성과급은 운용체계 개선을 위한 조직 전체의 노력에 대한 보상으로서 정성평가에 따라 지급하며, 장기성과급은 장기 성과창출에 기여한 재직기간 5년 이상의 운용인력에 대한 보상으로서 5년 평균 기금전체의 목표 달성에 대한 정량평가를 기준으로 지급함.

- 성과위에 의해 총량으로 결정되는 당해 연도 성과급을 운용역 개인으로 배분하는 과정은 운용본부장 책임 하에 팀별, 개인별 MBO에 기반하여 팀 및 개인의 목표 달성도에 따라 차등 지급되는 구조임. 하지만 운용 자산의 특성에 따라 목표달성의 난이도가 구조적으로 상이한 경우 내부 갈등의 원인이 될 수 있음을 유념하여야 함.
- 운용인력의 보상과 관련하여 2019년 기준 기본급은 시장의 경쟁 운용기관 대비 모든 직급(본부장 제외)에 걸쳐 시장 중위수 수준이며, 성과급을 포함한 총 급여 수준은 계속해서 시장 중위수를 상회하고 있음.
 - 전주 이전 이후 인력유출을 차단하고 우수 인력을 확보하기 위한 처우개선이 적극적으로 추진되었으나, 양질의 운용 인력 수급 측면에서 기금운용본부의 지리적 단점을 상쇄하기 위한 적극적인 조치가 지속되어야 함.
- 대체투자 실 단위 조직을 지역별 대신 자산별 구분으로 변경하고 하부조직을 지역별로 구분하는 방식을 채택하여, 기존의 지역우선 조직 운영의 문제점을 해소하고 인력 운용의 효율성을 제고한 부분은 긍정적으로 평가됨.
 - 지역우선 조직은 자산별로 투자 비중을 설정하는 자금운용계획 수립과 정렬되어 있지 않고, 부서장이 자신의 전문분야가 아닌 자산에 대해서도 투자결정을 해야 하는 등의 단점을 지니고 있었는데, 대체투자 조직 개편은 이의 개선에 도움이 될 것으로 평가함. 또한 실 조직 내 투자지역 간 탄력적인 정원 조정을 가능하게 함으로써 인력운용의 효율성도 향상될 것으로 기대됨.

(2) 자산운용 정책

2.1. 자산운용 목표 및 자산배분의 적정성

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"> • 자산부채종합관리(ALM) 또는 재정목표에 기초하여 목표수익률과 허용위험한도를 합리적으로 설정할 것 • IPS에 분산투자 원칙이 적절하게 설정되어 있을 것(자산군, 지역, 통화 등) • 목표수익률과 허용위험한도를 고려하여 전략적 자산배분안을 도출할 것 • 운용전략에 따른 기준수익률을 사전적으로 적절하게 설정해 IPS에 반영할 것 • 예측가능한 모든 위험(시장위험, 신용위험, 운용위험, 유동성위험 등)에 대해 관리지표 및 관리방법을 사전에 IPS 등에 기술할 것

- 국민연금기금의 중기 전략적 자산배분에 사용되는 목표수익률은 실질경제성장률 + 소비자물가상승률 ± 조정치로 구성되며, 여기서 조정치는 운용 여건, 경제전망 등을 고려하여 기금위가 결정함.
 - 현재 기금의 목표수익률은 ALM 또는 재정목표에 기초하여 설정되지 않고 있으며, ALM 분석은 중기자산배분이 국민연금 재정에 미치는 영향을 사전적 및 사후적으로 검토하는 과정으로만 활용되고 있음.
 - 기금은 목표수익률 설정에 사용하는 거시경제 변수들과 보험료 수입 및 급여지출 등의 제도 변수들과의 연계성을 살펴보고, 이를 토대로 제도 변수들의 거시경제변수에 대한 민감도 분석을 수행하고 있음.
 - ALM 기반 목표수익률의 설정이 단기간 내 어려운 상황에서, 15년 전인 2006년 5월에 기금운용위원회에서 결정된 기금운용지침 제6조 “기금의 장기수익률 목표는 실질경제성장률+소비자물가상승률” 인 부분과 “5년간 누적수익률이 누적물가상승률을 초과하지 못할 가능성을 15%이하로 한다” 라는 허용위험한도의 적절성에 대한 논의가 적극적으로 추진되어야 할 시점임.
- 국민연금기금은 연금성기금의 특성에도 불구하고 ALM 분석에 기초한 목표수익률의 설정과 자산배분이 수행되지 않고 여전히 자산측면만을 고려한 방식으로 운용되고 있어, 장기 운용목표의 부재라는 문제는 기금의 오랜 과제로 남아 있음.

- 연금성기금의 운용에 있어서 연금부채의 규모와 연금 관련 제도 특성을 통합적으로 고려하지 않고 기금의 지속가능성과 재정안정성을 논의하는 것은 무의미하며, 따라서 기금운용도 합리적으로 이루어지고 있다고 할 수 없음. 또한 현재 5년으로 설정되어 있는 기금운용 투자 시계는 국민연금의 제도 시계와는 상당한 괴리가 있음.
 - 보건복지부와 운용본부는 ALM 기반 기금운용이 어려운 이유로 기금의 재정안정화 방안과 재정방식 및 재정목표에 대한 사회적 합의의 부재를 들고 있음. 재정목표의 부재에도 불구하고 공단과 기금운용본부는 5년마다 실행되는 재정재계산에 기반하여 기금운용의 장기적 방향성을 설정하려는 노력을 지속적으로 경주하여야 함.
 - 이러한 관점에서 기금은 장기적인 투자 시계를 반영한 장기 목표수익률의 설정과 기금의 위험감내도를 반영하면서 장기운용 성과의 벤치마크로 활용될 수 있는 레퍼런스포트폴리오(Reference Portfolio) 체계의 도입을 모색하고 있음. 도입 방안이 아직은 구체화되지 않아 그 실효성에 대한 평가는 유보되나, 장기 운용 목표 설정을 통한 자산배분 체계 개편을 위한 기금 차원의 적극적인 노력은 인정됨.
- 기금은 중기 자산배분 시 실질가치 유지와 연금재정의 안정이라는 목표를 달성하기 위한 위험의 최대한도로써 5년 동안의 누적수익률이 누적 물가상승률을 초과하지 못할 가능성을 15% 이내가 되도록 제한하고 있음.
 - 한편 연간 단위의 총위험한도와 자산군별 위험한도는 전략적 자산배분의 체계적 위험과 목표액티브위험을 바탕으로 기금 전체 및 자산군별 시장위험과 신용위험의 한도와 액티브위험 한도를 배정하는 위험예산제도를 실행하고 있음.
 - 저성장·저금리 기조의 고착화 등으로 인하여 현행 기금의 중기 목표수익률은 시간이 지날수록 하락하는 반면 저금리 및 고령화로 인해 기금의 부채는 증가하는 상황에서 부채를 고려하지 않는 자산접근법의 문제점 또한 빠르게 확대되고 있음을 유념하여야 함.
 - 저성장·저금리 기조, 국내 금융시장 대비 거대한 기금 규모, 기금 축소기의 시장 충격 완화 등 기금운용의 다양한 환경 요인을 반영하여 해외투자를 적극적으로 확대한다는 전략 방향을 수립하고 추진 중임.
 - 해외투자를 수익창출의 핵심으로 파악하는 CPPIB 등의 사례를 참조하여 국민연금은 해외투자를 국내투자를 보완하는 수단이라는 소극적 대응을 지양하고 위험-수익 관점에서의 적극적인 투자다변화 전략을 지속적으로 강화해 나갈 필요가 있음.

- 분산된 글로벌 포트폴리오 구축이 기금운용의 기본 방향이 되어야 하며, 이러한 측면에서 자산군을 국내·해외의 지역으로 구분하는 기존 방식을 탈피하여 자산의 위험요인을 반영하는 새로운 자산군 분류 체계를 검토해 볼 필요가 있음.
 - 적극적인 해외투자 확대를 통한 자국 편향 축소라는 운용 방향은 장기적인 관점에서 기금의 운용 목표를 온전히 달성하기 위한 전략적인 판단임. 이러한 전략 방향이 정부의 단기적인 시장 활성화 정책이나 특정 이익집단의 요구에 영향을 받아서는 안 됨. 정부나 시장으로부터 기금운용의 독립성 강화라는 명제가 다시 한 번 강조되는 부분임.
- 기금은 중장기자산의 기준수익률로 시장의 대표 지수를 자산군별로 사전에 설정하여 기금운용지침에 명시함으로써 운용의 방향성을 제시하고 성과평가의 지표로 활용하고 있음.
- 기금운용지침에 개별 자산군의 벤치마크를 설정하고, 이를 바탕으로 공단에 목표를 부여함. 한편 전체자산의 기준수익률은 전략적 자산배분에 의한 목표 비중과 자산군별 기준수익률의 가중평균으로 산출함. 전통적 자산군의 기준수익률은 명확성, 투자가능성, 측정가능성, 적정성, 대표성 등 기준수익률이 갖추어야 할 기본적 특성을 전반적으로 만족하고 있음
 - 하지만 현재 KOSPI로 설정되어 있는 국내주식 기준수익률에 시장 대표성의 문제가 제기될 수 있음. 기금의 국내주식 투자 유니버스(IU)는 코스닥시장을 포함하고 있음에도 불구하고 기준수익률이 유가증권시장(KOSPI)으로 정의됨으로 인해 하위 전술적 기준수익률과의 괴리가 발생하고 가성적인 액티브위험으로 성과평가의 왜곡을 가져올 수 있기 때문임.
 - 특히 기술주 중심의 코스닥시장은 연기금과 같은 장기투자자에게 적합한 시장임에도 불구하고 일부 종목의 편입 제약요인 등을 이유로 기준수익률에서 제외됨으로 인해 충분한 투자가 이루어지지 않는 상황이 지속되고 있음.
 - 현행 자산군 중심 운용 체계에서는 합리적이고 효율적인 기준수익률의 설정이 무엇보다 중요함. 자산배분 관점에서는 기준수익률의 효율성이 강조됨. 코스닥을 포함하여 수익의 원천이 되는 주식시장을 기준수익률에 효과적으로 포함시킬 수 있는 방안이 마련되어야 함.
 - 성과평가의 관점에서는 합리성이 강조됨. 해외주식의 배당세 환급 문제와 같이 기준수익률의 설정은 보상(성과급)과 직결됨으로 전체 성과에서 역량(skill)과 시장

(luck)을 명확하게 구분하는 것이 중요함. 이를 반영하여 해외주식 기준수익률은 개별 국가의 조세 환경을 감안한 맞춤형세율(customized tax rate)을 적용하는 방향으로 개선되었음.

- 대체투자 부문의 합리적인 기준수익률 설정의 어려움과 이로 인한 성과평가의 왜곡 등은 지속적으로 제기되어온 문제임. 그럼에도 불구하고 대체투자 규모가 빠르게 확대됨에 따라 기금의 전체 초과수익성과에 대체투자 기준수익률이 미치는 영향이 무시할 수 없는 수준으로 확대되고 있음.
 - 현재 진행 중인 레퍼런스포트폴리오의 활용 등을 포함하여 다각적인 방법으로 대체투자 기준수익률 개선방안이 모색되어야 할 것임.
- 기금은 위험관리의 원칙과 관리대상을 기금운용지침에 정의하고, 기금운용규정과 세부지침 등에 따라 위험관리를 수행함.
 - 위험의 유형을 크게 5개(시장위험, 신용위험, 유동성위험, 운영위험, 법규위험)로 분류하고, 세부관리는 자산운용 위험관리와 운영 위험관리로 나누어 수행함.
 - 기금 전체의 위험한도와 자산군별 위험한도는 리스크위가 결정하며, 총위험한도는 시장위험한도와 신용위험한도를 통해 관리하고 총위험한도 외에 별도로 액티브 위험한도를 관리함.
 - 총위험한도의 관리는 리스크위와 투자위원회, 액티브위험한도의 관리는 투자위원회가 담당함. 한편 자산군별 위험한도 및 액티브위험 관리 기준도 또한 적절하게 마련되어 있음.

2.2. 투자실행과정의 적정성

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"> • 내부운용과 외부운용 정책 [자금배분기준 포함]을 적절하게 설정할 것 • 외부위탁 투자기관 선정 및 사후관리 프로세스가 적절할 것 • 거래 금융기관 선정 및 자금배분 프로세스가 (거래비용 최소화의 관점을 포함하여) 적절할 것 • 해외투자, 대체투자 등 투자 다변화 노력 및 그에 상응한 역량을 갖출 것 • 장기적인 성과제고 관점에서 지속가능투자, 의결권, 주주권 행사에 관한 원칙을 설정하고 관련 의사결정 체계를 갖출 것

○ 기금의 위탁운용 체계는 위원회에 의한 정책 수립과 운용본부에 의한 실행이 분리된 구조임. 기금위는 매년 자산군별로 위탁운용의 목표를 범위로 설정하고, 이 범위 내에서 기금운용본부는 직접과 위탁 운용의 비중을 결정하는 체계임.

- 기금운용본부의 위탁운용 실행은 전략부서에 의한 하향식 배분이 아닌 실행부서가 개별적으로 의사결정한 운용 방식의 합으로 전체 위탁운용 비중이 결정되는 상향식 체계임. 2015년 기금의 세부자산군 분류 체계가 운용 주체에 따른 직접/위탁에서 투자전략에 따른 패시브/액티브로 변경된 부분을 감안하면, 기금운용 본부의 이러한 상향식 비중 결정은 패시브/액티브 운용체계에 부합하는 비교적 합리적인 위탁운용 체계로 평가됨.

- 이러한 위탁운용 체계에서 기금위가 매년 위탁운용 비중의 범위를 설정해야 할 이유가 없음. 직접과 위탁의 자금 배분은 위원회가 정책적으로 관리해야 할 사안이 아님. 기금의 위탁운용은 액티브운용을 실행함에 있어 액티브 프로그램의 성격과 내부 운용 역량 및 실행 비용 등을 종합적으로 고려하여 운용본부가 선택하는 전술적 수단이기 때문임. 총 한도 개념으로 부여되는 기금위의 목표 비중은 상향식 체계의 의사결정에서는 전혀 작동하지 않는 제약요인이 됨.

- 기금운용본부는 위탁운용의 기본방향으로 ‘직접운용을 보완하는 외부운용전략을 활용하여 수익률 제고 및 위험분산에 기여’ 와 ‘투자결정 분산을 통해 금융 시장에 미치는 영향력 완화’, 그리고 ‘자산시장의 비효율성을 활용하여 비용 대비 초과성과 추구’ 를 제시하고 있음. 하지만 마지막 비용 대비 효율성 추구를 제외하고 나머지 기준들은 실행부서가 주도하는 상향식 의사결정 체계와는 부합하지 않는 측면이 있음. 위험분산은 전체 포트폴리오 관점에서 접근하여야 하며, 특히 투자결정 분권화는 단순히 시장충격비용 완화의 개념이 아니라 적극적

주주활동에 따른 경영참여 이슈와 같이 운용본부 차원의 전략적 접근이 요구되는 사안이기 때문임.

- 종합하면, 기금의 위탁운용 체계는 보다 상위의 액티브운용 체계에 포함되는 실행 수단의 일환으로 작성되어야 함. 따라서 기금의 현행 액티브운용 체계를 고도화 하는 작업이 선행되어야 할 것임. 액티브운용 수단으로서의 위탁운용 체계는 운용의 효율성 관점에서 추진되어야 할 사안이며, 앞서 언급한 투자결정의 분권화는 별도의 정책적 이슈로 다루어져야 할 사안임.
- 외부 위탁기관의 선정 기준과 절차, 자금배분 및 사후관리 프로세스는 자산별 위탁운용사 선정 및 관리기준 등에 따라 양호하게 마련되어 있음.
 - 신규 위탁운용사는 위탁운용사 선정 및 관리기준에 따라 제안서 심사, 현장실사, 구술심사 과정을 거치고, 위탁자산 규모, 위탁유형, 운용사 역량 등을 감안하여 선정하며, 위탁운용사 자금 집행은 일반적으로 신규 운용사는 균등배분 원칙, 추가배분은 정기평가 또는 자금배분 체크리스트 결과에 따라 차등배분하고 있음.
 - 비교적 정교하고 합리적인 위탁운용사 선정 및 관리체계를 갖추고 있는 것으로 평가되며, 특히 국내주식 위탁운용사 평가에서 질적 평가지표(스타일 전략, 분산 효과, 최대 손실 가능성, 포트폴리오 일관성, 종목 리스크 집중도)의 유의성 검증 후 활용을 위한 세부 프로세스를 수립하는 등 적극적인 개선 노력이 확인됨.
- 쉐퍼스와 달리 위탁운용사 선정 결과와 관리 현황은 매월 운용본부장에게, 분기별로 내부위원으로 구성된 투자위에만 보고하고 있으며, 전문위나 기금위에서 상시적이고 주기적으로 위탁운용 프로세스 전반을 보고받는 체계는 없음.
 - 기금운용에서 시장과의 접점인 만큼 특히 투명성이 강조되는 부분으로, 글로벌 연기금 사례를 참조하여 국민연금의 위탁운용사 관련 외부 공시의 범위와 깊이를 보다 확대해 나갈 필요가 있음.
- 자산군 특성 및 시장 및 운용부서의 상황 등을 고려하여, 이벤트성으로 실시되는 컨테스트 방식의 위탁운용사 선정방식에 더하여 수시 지원을 통한 개별 심사 방식을 확대할 필요가 있음.
 - 기금이 전략적으로 확대하고 있는 해외투자과 대체투자 부문에서 컨테스트 방식의 위탁운용사 선정이 갖는 문제점이 특히 부각됨.

- 위탁운용사 관리에 있어 장기수익률 관점의 성과평가와 이에 기반한 합리적인 성과보수 체계가 구축되어 있는 것으로 평가됨.
 - 그럼에도 불구하고 빈번한 성과평가와 기계적인 평가 기준 등은 기금과 위탁운용사의 이해관계 정렬을 어렵게 만드는 요인이 됨.
 - 일부 운용사 및 글로벌 투자기관과 전략적 제휴를 구축하기 위한 노력이 진행 중이나, CPPIB 사례에서와 같이 우수한 성과가 확인된 위탁운용사에게 전략적 제휴 형태의 장기 위탁관계를 맺는 인센티브시스템을 확대할 필요가 있음
- 국민연금기금운용규정(제79조)은 기금에의 기여, 정보 제공, 거래의 안정성 및 거래상품의 특수성 등을 고려하여 위탁기관을 선정하고, 각 기관별로 거래한도를 부여하여 관리하도록 규정하고 있으며, 시행규칙(제62조)에서 거래금융기관의 기본요건 및 선정 등에 필요한 사항을 정하고 있음.
 - 거래 금융기관의 선정은 금융기관 기본요건 충족여부 및 투자위원회 거래제한 여부 등을 반영하여 반기별로 수행되고 있고, 금융기관 선정 및 자금배분도 규정에 따라 적절하게 이루어지고 있음. 세부 자산별로 평가항목 및 배점, 선정 위원회 구성 및 최종 선정절차 등이 구체적으로 규정되어 있음.
- 기금은 중장기 운용 방향으로 해외투자 및 대체투자 중심의 투자 다변화를 설정하고 이를 중장기 자산배분 및 연간 기금운용계획에 반영하여 적극적으로 추진 중에 있음. 코로나 사태 등으로 인하여 계획한 만큼의 비중 확대가 실현되지는 않았으나, 인력의 강화, 조직 및 운용 프로세스 개선 등을 위한 해외투자종합계획(2020~2024)을 수립하는 등 적극적인 노력이 경주됨.
 - 2020년 말 현재 기금의 대체투자 규모는 90.7조원(10.9%)로 전년도보다 0.2%pt 감소한 추세임. 코로나 사태로 인한 새로운 투자기회 발굴의 어려움이 가중되고 있으며, 이로 인하여 대체투자의 집행실적 저조 문제는 계속해서 악화되는 양상임.
 - 최근 글로벌 운용사·투자자와 전략적 파트너십을 통한 투자처 발굴 및 확대 등 대체투자 집행을 위한 여러 시도는 긍정적으로 작용하고 있으나, 대체투자 집행 저조에 관하여 보다 장기적이고 근본적인 대응방안이 마련되어야 함.
 - 대체투자소위원회 신설에 따른 의사결정 기간 단축, 전술적 운용 활성화 프로그램을 통한 Private Debt 및 Single 전략 헤지펀드 도입 등의 성과가 보고됨. 그럼에도 불구하고 인력 증원 등 대체투자 집행실적 부진을 해소하기 위한 실질적인 세부 방안들의 실행이 충분치 않은 상황임.

- 기금의 해외투자 규모는 2020년 말 현재 303.9조원(36.5%)으로 전년도 대비 1.7%p 비중 증가를 보이고 있으나, 해외투자 종합계획(2020~2024)의 주요 과제로 제시되었던 해외사무소 기능 강화와 운용인력 확충 및 전문성 강화 등의 이행을 보다 적극적으로 추진할 나날 것을 권고함.
 - 해외투자 및 대체투자가 증가하면서 투자역량 강화와 함께 리스크관리 역량 제고 관점에서 제시되었던 팩터 기반 위험관리 도입, 대체투자 위험측정 방식의 개선, 헤지펀드 투자위험 분석시스템 등의 위험측정방식 개선, 국가별 위기지수 도입 등의 세부과제에 대한 충실한 이행이 요구됨.
 - 기금은 2020년 말부터 팩터 기반의 액티브위험 분석 및 모니터링을 실시하고 있으며, 2021년 2월에 “대체투자자산 시장위험 측정방안 마련” 정성평가 과제를 성과위에 제출한 바 있음. 역시 2020년 정성평가 과제 수행을 통해 주요 5개국을 대상으로 통계분석에 기반한 국가별 위기지수를 산출하였으며, 이에 대한 정합성 검토 후 내부 프로세스에 반영할 계획임.
- 국민연금기금은 기금의 관리 및 운용에 있어 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려하는, 책임투자 관련 근거를 국민연금법과 기금운용지침에 명시하고 있으며, 기존의 책임투자팀에서 확대 개편된 수탁자책임실에서 책임투자와 의결권 및 주주권 행사를 전담하고 있음.
 - 2019년 의결된 책임투자 활성화 방안에 따라 기금운용 원칙에 ‘지속가능성의 원칙’을 추가하고 ‘국민연금기금 책임투자 원칙’을 마련하고, 국내채권에 대한 ESG 대상 자산을 확대하기 위한 연구용역 등 관련 로드맵(2019~2023)에 제시된 과제들이 충실히 이행되고 있는 것으로 평가됨.
 - 수탁자책임활동 가이드라인을 개정하였으며 수탁자 책임활동 보고서를 발간을 통해 ESG를 고려한 수탁자 책임활동의 근간 마련. ESG 평가체계를 개선하고 ESG시스템 구축을 통해 기업별 ESG 정보를 운용역과 공유 가능하도록 하여 투자 실무단에서 ESG요인을 고려한 포트폴리오 구성이 이루어질 수 있도록 통합적인 지원 시스템을 구축하고 있음.
 - 국내주식에 ESG 통합전략을 강화하기 위하여 액티브 투자가능종목군에 신규종목 편입 및 점진 시, ESG 보고서를 첨부하고 운영역의 의견을 추가토록 하였으며, ESG 스코어가 D등급인 종목은 벤치마크 대비 초과편입을 금지함. 패시브 투자 가능종목군에 있어서도 ESG 통합전략을 확대 적용함.

- 책임투자와 관련하여 글로벌 기금은 ESG 요인에 대한 검토 및 적용을 특정 자산군에 한정하지 않고 기금의 운용 철학으로서 전체 포트폴리오로 적용 대상을 확대하는 추세임. 국민연금도 이에 부응하여, 대체투자를 제외한 전통적 자산을 대상으로 전체 포트폴리오 관점에서 ESG 요인을 고려하고자 함.
 - 기금은 2019년도 수립된 책임투자 활성화 방안에 따라 현재 국내주식에 한정되어 있는 ESG 투자를 국내채권 자산까지 확대하기 위한 연구용역을 진행하였으나, 아직은 연구 단계이며 본격적인 ESG 적용 대상 확대가 추진되지는 않음.
- 기금은 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드)에 의거하여 의결권을 행사하고 있으며, 2020년도에는 총 854회의 주주총회에 참석하여 3,397건의 안건에 대해 의결권을 행사하였음.
 - 의결권행사는 찬성 2,854건(84.0%), 반대 535건(15.8%), 중립 또는 기권 8건(0.2%)의 분포를 보이고 있어 전년 대비 반대 비율이 3.3%pt 낮아졌으나, 단순히 반대 비율 자체를 적극적 의사표현의 지표로 해석하는 것은 적절치 않음. 반대 의결권의 행사는 이사 및 감사 선임과 임원 보수한도 승인의 건이 여전히 대부분을 차지함.
 - 의결권 행사 관련하여 기금운용본부는 집행조직 차원에서 판단이 곤란한 안건을 수탁위에 부의할 수 있으며, 수탁위 또한 능동적으로 안건부의를 요청할 수 있음. 이러한 의사결정 프로세스가 원활하게 작동할 수 있도록 수탁위와 기금운용본부(수탁자책임실)와의 역할 및 관계, 의사결정 프로세스 등을 보다 정교하게 개선할 필요가 있음.
- 의결권행사의 전문성과 객관성 확보를 위해 주총안건 자문기관을 매년 선정하고 있으며, 2020년에는 전년도와 동일하게 국내주식은 한국기업지배구조원(KCGS), 해외주식은 ISS(Institutional Shareholder Service Inc.)를 활용하고 있음.
 - 수탁위의 전문성, 독립성과 함께 주총의안에 대한 찬반의 다양한 의견 청취를 통한 장기적 주주가치 증대에 기여하는 결론의 도출이 중요함. 해외 주요 연기금의 경우 다수의 외부 자문기관을 활용하고 있음을 고려할 때 국민연금도 복수의 자문기관에 주총 안건 자문을 의뢰하는 방안을 검토해 보기 바람.

(3) 자산운용 위험 및 성과관리

3.1. 자산운용 위험관리의 효율성

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"> • 위험관리 관련 위원회의 활동이 적정하고 효율적일 것 • 시장위험, 신용위험, 운영위험에 대한 모니터링 및 관리방안이 IPS에 적정하게 명시되어 있으며 IPS에 규정된 내용에 따라 효율적으로 관리할 것 • 예상치 못한 경제적 충격 등 자산운용 시 불리한 상황이 발생했을 때 이에 대처할 수 있는 프로세스를 갖추고 효율적으로 수행할 것 • 부실자산의 사후처리방안이 적정할 것

- 기금의 위험관리와 관련한 위원회는 리스크위 뿐만 아니라, 기금위와 실평위, 투자위, 대체위, 투자관리위 등이 모두 포함되며, 이들 위원회를 통해 단계별로, 그리고 다각적으로 위험관리가 이루어지는 것으로 보고됨.
 - 리스크위는 위험관리 관련 최고의사결정기구로서 위험관리 기본 방침 및 정책 수립, 투자프로세스 전반에 걸친 통제 및 모니터링을 수행하며, 투자위, 대체위와 투자관리위원회는 투자의사결정 시 운용자산에 대한 사전적·사후적 점검을 실시함.
 - 2020년도 리스크위는 코로나 상황에 대비하여 전년도 대비 두 배 증가한 총 8회의 위원회 회의를 개최하여 총 9건의 심의안건과 17건의 보고안건을 논의하였음. 회의 개최 수 증가는 높은 시장변동성 상황에 시의성 있게 대응하기 위한 기금 차원의 노력으로 인정됨.
 - 운용본부는 연·월간 자금운용계획을 토대로 연도별 이행계획에서 허용된 범위 내 전술적 자산배분을 실행하며, 리스크관리부문의 리스크관리실은 위험을 모니터링하고 한도를 관리하며 사전적인 위험 정보를 공유하는 역할을 함.
- 국민연금기금운용지침, 국민연금기금운용규정은 기금운용 관련 모든 위험을 사전에 정의하고, 허용 가능한 위험한도 및 관리지표 등 관리방법을 규정하고 있음.
 - 기금운용지침 제18조는 기금의 안정성 및 수익성에 영향을 미칠 수 있는 위험으로 시장위험, 신용위험, 유동성위험, 운영위험, 법규위험 등을 명시하고, 그 의미를 정의하고 있음. 기금운용지침 제7조는 위험한도를 규정하고, 동 지침 제18조와 제19조는 개별 위험의 측정 및 세부 관리방안에 대해 서술하고 있음.

- 금융자산의 총위험한도, 총액티브위험한도 및 자산군별 위험한도는 리스크위험 결정하고, 위험한도 모니터링은 투자위와 리스크위에서 담당하며, 자산군별 위험관리 기준도 세부적으로 마련되어 모니터링하고 있음.
- 정량적 지표로 관리되는 기금의 총 위험한도를 구성하는 시장위험 및 신용위험의 측정과 관리 역시 기금운용규정 및 각종 위험관리방안에 사전에 정의된 바에 따라 실행되며, 위험한도 접근 및 초과 상황에서의 단계별 대응지침(action plan)이 명확하게 규정되어 있음.
 - 리스크관리부문장은 시장위험 및 신용위험의 한도점검 사항 등을 리스크위에 상시 보고함. 총위험한도 초과기간이 10영업일 이상 지속될 경우 리스크위에 현황과 대책 등을 보고하면, 리스크위원장(공단 이사장)은 각종 한도의 위반 및 그 밖의 사항에 대하여 리스크관리부문장과 준법감시인을 경유하여 해당 부서장에게 그 시정을 요구할 수 있음.
 - 또한, 운용본부는 해외투자 확대에 따라 위험관리 기능을 제고하기 위해 국가리스크 관리제도를 마련하여 시행하고 있음. 2020년도 개선사항으로 제시하고 있는 국가별 위기지수 도입을 통하여 해외투자의 위험관리 기반을 확충하고 있음.
- 2020년도 기금의 총위험한도는 76조 2,857억 원으로 설정되었으며, 이 중 시장 위험한도는 60조 1,856억 원, 신용위험한도는 16조 217억 원임. 2020년 말 기준 시장위험 값은 90조 3,050억 원으로 시장위험한도를 150% 소진하였으며, 신용위험 값은 11조 5,222억원으로 신용위험한도를 72% 소진함
 - 기금위에서 부여하는 총위험(전체 포트폴리오의 연간 변동성) 이내로 총위험한도를 설정하고, 총위험한도 내에서 먼저 시장위험한도를 산출하고 남은 위험량에서 신용위험한도를 고려하는 체계임.
 - 시장위험한도는 기금운용계획상 대체투자를 제외한 해당연도 금융부문 전체 포트폴리오에 대한 변동성 추정치와 2020년 말 대체투자를 제외한 예상 기금 규모를 적용하여 산출함.
 - 액티브위험한도는 기금위에서 정한 해당연도 목표 액티브위험에 극단손실의 기대치(expected tail risk)를 고려하여 산출함. 2020년도 총 액티브위험 한도는 전년도와 동일하게 76bp로 설정되었음. 이는 기금의 목표 액티브위험이 46bp로 유지된데 기인함. 액티브위험의 실현치는 61bp로 전년도 대비 크게 증가하여 액티브위험 한도의 80% 이상을 소진함.

- 기금은 Credit VaR를 이용하여 신용위험을 관리함. 2020년도 신용위험한도는 총위험한도에서 시장위험한도를 차감한 잔여값 16조 1,001억 원과 채권 및 대체투자 각각의 신용위험한도 합산 금액인 16조 217억 원 중 작은 값인 16조 217억 원으로 설정하여 관리함.
 - 신용위험한도를 총위험한도에서 시장위험한도를 차감하여 설정하는 방식은 대체투자 신용위험의 불확실성을 상쇄할 수 있으며, 기금위가 부여한 총위험 한도 내에서 시장위험 및 신용위험의 한도를 체계적으로 관리할 수 있는 장점이 있지만, 시장위험과 신용위험 간의 상관관계를 보수적으로 반영하는 측면이 있음.
- 기금은 대체투자 자산의 사전 위험관리와 시장위험을 반영한 사후관리를 수행하고 있음. 변동성 이외의 위험관리 지표의 신설 및 관리, 시장성 대리변수를 이용한 시장위험 측정 등 대체투자 위험관리의 고도화를 위한 노력은 지속적으로 경주되어야 함.
- 운영위험과 관련하여 기금은 운용본부로부터 독립된 이사장 직속의 준법감시인을 설치하여, 기금운용 관련 컴플라이언스 및 내부통제 관리 등 운영위험 관리업무를 수행하고 있음.
 - 준법감시인은 투자관련 업무 집행 전 운영위험 발생 가능성 여부를 사전에 검토하고, 사후적으로 운영위험 발생여부를 모니터링하여 위반사항에 대한 시정 조치 및 재발방지 대책을 마련하며 점검결과는 정기적으로 이사장과 리스크위, 감사실에 보고함.
 - 운용본부의 평판위험 방지 및 기금 정보관리 노력의 일환으로서 내부통제 관련 규정을 재정비하고, 내부 운용역의 개인 주식거래 및 임직원의 대외활동 적정성 여부를 점검하였음.
 - 자본시장 법규 개정에 따라 기금 수탁자책임활동의 법적 위험을 해소할 수 있는 내부통제장치를 마련하고, 이로부터 자본시장법 시행령 개정을 통한 기금의 단기매매차익 반환 특례를 취득한 부분은 높게 평가됨.
- 예상치 않은 시장 환경 변화에 능동적으로 대처하기 위해 기금은 위기인식지수를 개발하고, 이를 기반으로 단계별 대응절차와 전략을 기술한 위기관리 매뉴얼을 작성하고 있음. 그리고 이러한 대응 체계가 실제 위기 상황에서 적절하게 작동한 것으로 평가됨.

- 2020년 코로나 사태로 인하여 시장 변동성이 확대되는 과정에서 위기 발단 및 심각으로 단계별 지수에 따른 위기 경보가 발령되었으며, 이에 따라 기금은 위기 대책반을 가동하여 시장동향을 모니터링하고 자산배분 및 자산군별 운용계획을 점검하는 등 적절한 위기 대응이 이루어진 것으로 평가됨.
 - 현행 위기상황분석에서는 대체투자 자산을 비시장성 자산으로 인식하여 분석과정에서 제외하고 있으나, 대체투자 역시 극단치위험(tail risk)에 노출되어 있는 자산이고 기금은 대체투자를 지속적으로 확대할 계획이므로 운용본부는 최소한 대리변수를 이용하는 방식으로라도 대체투자를 위기상황분석에 포함시킬 방안을 중장기적으로 모색할 필요가 있음.
- 2000년 이후 신규 발생 부실자산(특정자산)은 없으며, 1990년대 발생한 특정자산 역시 2017년 최종 종결처리 되어 2020년에는 특정자산의 회수 및 관리내역은 존재하지 않음.
- 운용본부는 투자자산의 사후관리를 투자관리위 운영을 통해 하고 있으며, 특정 자산에 대해 강제집행 및 회사정리, 파산, 화산, 워크아웃 등의 법적절차에 따라 회수·정리하는 프로세스를 갖추고 있음.

3.2. 자산운용 성과관리의 효율성

3.2.1. 성과평가 수행

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"> • 운용자산, 운용상품별 목표수익률 및 기준수익률과 운용수익률간의 차이, 원인분석이 적절하게 이루어질 것 • 운용기관, 운용자산, 운용상품별 그리고 기금전체의 위험대비 성과평가를 적절하게 수행할 것

- 기금은 자산배분 단계에서 정의된 목표수익률(자산별 기대수익률)과 사전에 정의된 기준수익률 대비 초과수익률을 산출하고 성과요인을 전략적 자산배분효과와 전술적 자산배분효과, 자산별 초과수익률 효과 등으로 분해하여 요인분석을 수행하고 있음.
 - 2020년 금융부문 운용수익률은 9.58%로 기대수익률(4.80%)을 4.78%p 상회하였으며, 이는 전략적 자산배분효과 +3.79%p, 전술적 자산배분효과 +0.23%p, 자산별 초과수익률효과 +0.76%p로 요인분해 됨.
 - 기대수익률 대비 양(+)의 초과수익 성과를 달성하였으며, 이의 대부분을 설명하는 전략적 자산배분효과는 국내주식 및 해외주식의 시장 상황이 자산배분 상의 기대보다 좋았음을 의미하는 것임.
 - 기준수익률 대비 초과수익성과의 수익분해와는 다르게, 연간 단위로 이루어지는 기대수익률 대비 초과수익성과 분석은 운용에 단기적으로 의미 있는 피드백을 제공하지는 않음. 목표수익률 대비 초과수익성과는 ALM 관점 또는 적어도 10년 이상의 장기수익률 관점에서 해석되어야 함.
 - 2020년도 국민연금 벤치마크의 기준수익률은 8.59%로서 운용수익률은 기준수익률을 99bp 상회하였음. 해외주식 등 모든 자산군이 기준수익률 대비 양의 초과성과를 기록하였으며, 전술적 자산배분 효과 역시 양호하였음.
- 국내주식의 경우 운용수익률은 세부자산별 운용수익률을 비중으로 가중 평균한 값으로 산출되지만, 기준수익률은 세부자산별 기준수익률(국내 액티브는 KOSPI + KOSDAQ100(배당포함), 국내 패시브는 KOSPI200(배당포함))의 가중평균이 아닌 KOSPI지수 수익률로 주어지고 있어 성과평가의 관점에서는 전략적 자산군 단위 기준수익률과 세부자산군별 기준수익률 간에 구조적인 차이가 발생함.

- 기금은 초과수익률의 요인분석 등 성과평가에 있어서 전략적 자산군 단위 기준 수익률과 실제 운용과정에서 운용역들이 참고하는 세부자산군별 기준수익률의 차이로 인한 성과의 차이를 ‘벤치마크 조정 효과’로 분해하고, 기술적 비중 조절과 함께 기금운용본부의 TAA 활동의 일환으로 해석하고 있음.
 - 성과평가 단에서 기준수익률의 괴리를 TAA 활동의 일환으로 해석하는데도 무리가 있을 뿐만 아니라, 자산배분의 과정에서 국내주식의 위험 추정에 대한 왜곡, 전략부서와 실행부서의 이해관계 불일치 등 많은 문제점의 원인이 된다는 측면에서, 국내주식 기준수익률 개편을 위한 기금 차원의 노력이 경주되어야 함.
 - 기금은 자산군 간 초과수익률의 요인분해 외에도 자산군 내에서 세부자산군 또는 운용 전략별로 초과수익의 요인을 자세하게 분석하여 운용에 피드백 하는 체계가 잘 확립되어 있음. 해외자산에 대한 환효과 분석 등 일부 기술적인 한계에도 불구하고 비교적 정직한 요인분해가 이루어지고 있는 것으로 평가됨.
- 기금은 정보비율(IR), 샤프비율, 켄센의 알파, 트레이너 비율 등 위험조정 성과지표를 산출하여 기금 및 자산별 특성을 감안한 위험대비 성과평가를 수행하고 있음.
- 액티브위험 대비 운용성과를 나타내는 IR은 1.55를 기록하여 전년 대비 큰 폭으로 향상되었음. 이는 전년 대비 추적오차가 증가하였음에도 불구하고 초과수익률의 개선 폭이 크게 상회하였기 때문임. 이는 기금 운용역 성과급 산정의 기준이 되는 기금 전체 목표IR 0.40을 크게 상회하는 결과임.
 - 기금의 모든 전략적 자산군에서 양(+의 초과 IR을 기록한 가운데 국내채권이 2.78의 IR을 달성하여 목표 IR 대비 +2.54의 가장 양호한 성과를 나타내었음.
- 2020년 기금의 총 위험은 9.88%로 전년 대비 변동성이 크게 확대되었으나, 무위험 자산보다 높은 운용수익률을 달성하여 샤프지수는 0.25를 기록하였음. 이는 전년도 0.72에 비해서는 낮은 수준이나 벤치마크의 샤프비율 0.24는 상회하는 수준임.
- 해외채권을 제외한 모든 자산군이 양(+의 샤프비율을 기록한 가운데 모든 자산군이 벤치마크를 상회하는 성과를 기록하였음.
- 기금은 대체투자의 확대에 따라 대체자산의 성과원인을 분석하고 포트폴리오의 특성을 파악하여 투자전략 수립에 활용하기 위해, 대체자산의 세부수익률을 산출하고 성과요인을 분해하는 성과요인 분석 체계화 및 정교화를 연차별로 수행하고 있음.

- 대체자산은 전통자산과는 다른 특성을 갖고 있는 바, 기금은 대체자산 특성에 맞는 성과평가 방법론을 검토하였으며, 대체자산 성과요인분해 고도화를 위한 노력을 수행하고 있음.

3.2.2. 성과평가 활용 및 관리

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"> • 목표수익률과 운용수익률의 차이 및 원인분석 결과를 기금운용 과정에 적절히 활용하고 기준수익률과 운용수익률의 차이 및 원인분석 결과를 보상체계에 적절히 반영하고 활용할 것 • 위험대비 성과평가 결과를 기금운용 과정에 적절히 활용할 것 • 적절한 수준의 공시 정책을 마련해서 IPS에 반영하고 해당 내용을 홈페이지에 적시에 적절하게 게시할 것

- 기금은 초과수익률에 대한 과거 자료 등을 다음 연도의 목표초과수익률 설정과 중기자산배분 등 운용정책 수립에 활용하고 있음. 기금은 매년 초과수익률 실적치, 해외 연기금 사례, 계량분석 결과 등을 고려하여 목표액티브위험과 목표초과수익률을 설정하고 있음.
 - 그럼에도 불구하고, 보상체계의 설계에 있어 성과요인 외의 외부요인을 차단하지 못하는 한계가 있음. 보상체계의 주요 모수인 목표액티브위험의 설정이 장기적이고 전략적인 관점의 목표지향적 이라기보다는 현행 체계와 운용방식을 제약조건으로 감안하여 현실지향적으로 설정되기 때문임.
- 운용본부에 대한 정량평가와 정성평가는 전담인력에 대한 성과급 기준으로 활용되는 등 보상정책 수립에도 활용함.
 - 성과평가는 성과위가 연간 성과평가 결과와 개선 사항에 대한 정책과제를 기금위에 보고하면 기금위는 운용본부에 과제를 부여하여 개선을 요구하고, 이를 다음 연도에 성과위가 평가하여 성과급에 연계하는 피드백 구조를 갖고 있음.
 - 운용본부 내부에서 실시하는 성과평가는 본부장 및 운용 부서의 피드백을 통해 기금운용 관련 의사결정에 활용됨.
- 샤프비율, IR 등 위험대비 성과평가의 결과는 성과평가 시의 정책제언 마련, 다음 연도 목표초과수익률 설정에 활용됨. 또한 외부위탁운용기관에 대한 자금재배분이나 교체 등의 사후관리에도 활용됨.
- 기금의 운용현황 및 성과, 기금운용원칙과 기준, 기금위의 활동내역 등은 연차보고서와 홈페이지에 주기적으로 공시됨.

- 글로벌 연기금의 운용성과 보도자료 사례를 바탕으로 기금의 운용성과에 대해 국문 및 영문 보도자료를 정례화하여 배포하고, 의결권 행사 방향을 홈페이지에 사전 공시하는 것은 기금운용의 투명성 강화를 위한 정보공개 노력 차원에서 긍정적으로 평가됨.
 - 특히 최근 들어 기금이 적극적 주주활동을 강화함에 따라 이에 수반되는 주주권 활동 사안에 대한 기금의 공시 내용이 양과 질적인 측면에서 점진적으로 개선되고 있는 부분을 긍정적으로 평가함.
- 하지만 기금의 전반적인 공시 수준은 글로벌 공적기금과 비교할 때 아직은 미흡한 측면이 있음.
- 현재 기금위 회의록은 복지부와 기금운용본부 홈페이지에서, 실평위 회의록은 보건복지부에서만 조회가 가능함. 실평위의 경우 요약된 버전의 회의록만 외부에 제공되며 전체 회의록은 2020년 1차 회의록 이후 아직 조회가 되지 않고 있음. 실평위도 기금위와 마찬가지로 전체 회의록에 대해 기존처럼 시장에 영향을 주는 사안에 대해서는 비공개 처리, 회의 개최일로부터 1년이 지난 후 공개 등 기금위 회의록 관리규정을 준용하고 있음.
 - 국민연금 가입자들이 기금운용의 주요 의사결정과정을 모니터링하여 해당 위원들이 가입자들을 대표하고 있으며 전문성을 갖추고 있는지 견제할 수 있도록 회의록 공개 확대를 검토할 필요가 있음.

(4) 자산운용 성과

4.1. 운용수익률

- 당기 운용수익률 지표는 전기와 동일한 ‘보통’ 등급을 기록함.
 - 2020년 말 기준 국민연금기금의 주식투자 비중은 44.3%으로 2019년 말(40.6%) 대비 3.7%p 확대되었으며, 2019년과 마찬가지로 2020년 역시 국내·외 증시 호황이 지속되어 운용수익률은 9.58%로 2019년 운용수익률(11.34%) 대비 소폭 하회한 수준을 기록함.
 - 이는 전체 주식시장의 상승에 불구하고 채권시장이 저금리 구간에 따른 가격상승이 상대적으로 저조한데다 대체투자 수익률 역시 전년도 대비하여 하락한데 기인한 것으로 보임.
 - 다만, 2019년의 경우 1년간 운용수익률이 최근 20년의 평가대상 기간 중 2001년 (12.01%) 이후 가장 높은 수익률을 기록했음에도 해외주식 시장 활황이 주요 요인이었던 만큼 해외 주요 연기금 대비 가장 낮은 운용수익률을 기록하였음.
 - 반면, 2020년에는 상대적으로 국내 주식시장이 높은 수익률을 기록함에 따라 2019년 운용수익률 대비하여 소폭 하회하였지만, 해외 주요 연기금 수익률과 대비하여 상당 부분 개선되는 효과를 가져왔음.
 - 국내 주식 비중을 축소(목표 비중 17.3%)하는 자산배분 정책을 진행 중인 만큼 고민이 필요하다고 판단되며, 이와 더불어 장기간의 위험조정수익률과 상대 수익률을 보다 중시하여야 할 것임.

<운용수익률 현황>

구분	한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPIFG)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)
1년간 운용수익률	9.58%	5.93%	10.83%	6.16%	12.40%	12.22%
5년간 운용수익률	6.31%	4.49%	8.68%	7.38%	9.66%	9.82%
20년간 운용수익률	6.51%	3.71%	6.04%	6.19%	6.77%	8.48%

주) 운용수익률 평가 시 국민연금기금과 비교대상 글로벌 연기금의 회계연도 결산시점이 다른 점을 감안하여 국민연금기금에서 제출한 분기수익률 자료를 통해 CY 수익률(Calendar Year Return)을 추정하여 평가함. 다만 CY수익률 추정을 위한 자료 확보가 어려운 과거자료의 경우 FY 수익률(Fiscal Year Return)을 이용하여 평가함.

4.2. 위험조정수익률

- 당기 위험조정수익률 지표는 전기보다 1단계 하락한 ‘보통’ 등급을 기록함.
- 2020년 말 기준 국민연금기금의 채권투자 비중은 44.7%로 해외 주요 연기금의 채권투자 비중에 비해 높은 수준이며, 이는 국민연금기금의 5년간 분기수익률 변동성이 2.79%로 해외 주요 연기금 대비하여 낮은 요인임.

〈국민연금기금 및 해외 주요 연기금의 변동성(표준편차)〉

구분	한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPFPG)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)
5년간 분기 수익률 변동성	2.79%	5.15%	5.91%	3.97%	4.26%	2.58%
20년간 분기 수익률 변동성*	1.96%	3.71%	5.16%	4.03%	4.61%	3.27%

* 20년간 분기수익률 변동성은 가용가능한 자료의 한계로 16년간 분기수익률 변동성으로 평가함.

- 다만, 5년간 분기 초과수익률의 경우 해외 주요 연기금의 평균이 1.93%임에 반하여, 국민연금기금의 경우 1.22%로 낮은 초과수익률이 샤프비율이 저조한 원인으로 작용하는데 채권투자 비중이 상대적으로 높는데 기인하는 것으로 보임.
- 대체투자의 경우 자료의 적시성이 결여되어 있을 가능성이 있어 자료의 변동성이 실체를 반영하지 못할 가능성이 있으므로, CPPIB의 높은 위험조정수익률(샤프 비율)은 보다 주의해서 해석할 필요가 있음.

〈국민연금기금 및 해외 주요 연기금의 샤프비율〉

구분	한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPFPG)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)
5년간 샤프비율	0.44	0.25	0.36	0.51	0.49	0.82
20년간 샤프비율*	0.39	0.30	0.25	0.39	0.31	0.54

* 20년간 샤프비율은 가용가능한 자료의 한계로 16년간 샤프비율로 평가함.

주) 위험조정수익률 평가를 위한 샤프비율은 각 기간별 분기별 운용수익률과 무위험수익률의 차이를 해당 기간 동안의 분기별 운용수익률의 표준편차로 나누어서 산출함.

4.3. 상대수익률

- 당기 상대수익률 지표는 전기 대비 1단계 상승한 ‘탁월’ 등급을 기록함.
- 2020년 기금운용수익률(9.58%)은 기준수익률(8.59%)을 상회하였으며, 초과수익률 실적치(0.99%p) 역시 목표초과수익률(0.22%p)을 상회하였음.
- 주식시장의 호황 속에서 해외 주요 연기금 대비 낮은 주식투자 비중에도 상대수익률 지표에 있어서 우수한 성과를 달성한 점은 긍정적으로 평가할 수 있음.
- 하지만 목표초과수익률의 경우 별도의 컨설팅을 통해 2013년 기금위에서 IR을 기준 0.5에서 0.4로 변경한 이래 현재까지 지속하고 있고 목표 액티브위험 역시 2019년 0.55%로 상향 조정한 이후 2021년 계획까지 동일하게 적용하고 있다는 점에서 과연 지표로서 의미가 있는 근본적인 의문을 갖게 함.
- 목표초과수익률이 극히 정책적인 차원에서 배정될 뿐 시장 여건과 무관하게 보이는 만큼 전면 재검토를 통한 적합한 목표초과수익률 설정과 장기 실적 유도를 달성하는 것이 본 기금에 훨씬 중요하겠음.
- 20년간(실제 14년간)⁷⁾ 목표초과수익률 달성률⁸⁾이 56.21%에 그치는 것은 장기간의 성과지표로서의 목표초과수익률의 한계를 보여주는 것임.

<초과수익률 실적치 및 목표초과수익률 추이>

연도	기금수익률 (A)	기준수익률 (B)	초과수익률 실적 (A-B)	목표초과수익률	기준수익률 대비	목표초과수익률 대비
2007	6.98%	6.81%	0.17%p	0.47%p	상회	미달
2008	-0.21%	-1.63%	1.42%p	0.67%p	상회	달성
2009	10.84%	12.65%	-1.80%p	0.67%p	하회	미달
2010	10.57%	10.91%	-0.35%p	0.45%p	하회	미달
2011	2.32%	2.27%	0.05%p	0.45%p	상회	미달
2012	7.03%	7.34%	-0.32%p	0.41%p	하회	미달
2013	4.16%	4.02%	0.14%p	0.38%p	상회	미달
2014	5.25%	5.22%	0.04%p	0.20%p	상회	미달
2015	4.57%	4.87%	-0.30%p	0.25%p	하회	미달

7) 목표초과수익률은 2007년부터 설정함(2010년부터 기금운용위원회에서 부여하였으며, 그 이전은 기금운용본부 내부에서 설정한 수치임)

8) 달성률 = (초과수익률 실적 + 목표초과수익률) / (목표초과수익률 × 2)

연도	기금수익률 (A)	기준수익률 (B)	초과수익률 실적 (A-B)	목표초과 수익률	기준수익률 대비	목표초과 수익률 대비
2016	4.69%	4.80%	-0.11%p	0.25%p	하회	미달
2017	7.28%	6.42%	0.85%p	0.25%p	상회	달성
2018	-0.89%	-0.26%	-0.63%p	0.20%p	하회	미달
2019	11.34%	10.86%	0.48%p	0.22%p	상회	달성
2020	9.58%	8.59%	0.99%p	0.22%p	상회	달성

주) 목표초과수익률은 2010년부터 기금운용위원회에서 부여하였으며, 2007-09년은 기금운용본부에서 설정

4.4. 계량지표 총평

- 당기 계량지표(자산운용성과)는 ‘양호’ 등급으로 전기와 동일함.
 - 지표별로 살펴보면 전기 대비 운용수익률 부문은 유지(보통→보통), 위험조정 수익률 부문은 하락(양호→보통), 상대수익률 부문은 상승(우수→탁월)으로 종합됨.
 - 주식시장의 호황 속에서 해외 주요 연기금 대비 낮은 주식투자 비중에도 불구하고, 기준수익률 대비 초과 성과 및 목표초과수익률 달성에 따른 상대수익률 지표의 상승은 주목할 만함.
- 결국 운용수익률 및 위험조정수익률은 해외 주요 연기금 대비 상대적으로 열위하였지만 상대수익률 지표의 개선으로 전년과 동일한 등급을 취득한 것으로, 향후 운용수익률 및 위험조정수익률 향상을 통한 계량지표상 개선도 이뤄지길 권고함.

〈국민연금기금 및 글로벌 주요 연기금의 투자비중 (2020년)〉

구분		한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPF)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)
주식	국내주식	21.2%	25.3%	72.8%	33.2%	52.6%	31.3%
	해외주식	23.1%	25.4%				
채권	국내채권	39.3%	23.6%	24.7%	39.0% ¹⁾	30.4%	22.8%
	해외채권	5.4%	25.7%				
대체		10.9%		2.5%	27.8% ²⁾	17.0% ³⁾	45.9% ⁴⁾

* Public Equity는 주식으로, Private Equity는 대체투자로 분류함

주1) Fixed Income(38.1%) + overlay(0.9%)

2) Alternative investments(18.9%) + Real estate(8.9%)

3) Private equity(7.0%) + Real assets(10.0%)

4) Private equities(25.1%) + Real assets(20.8%)